

DOI: 10.12361/2661-3263-06-04-134235

浅谈香港的外汇储备为何不考虑扶助 市民生活所需及建房收租

刘伟洪

上海财经大学金融学院, 中国·上海 200433

【摘要】本文从香港金融管理局(金管局)累积了巨大的外汇储备,研究该外汇储备按比率分析法和国际货币基金组织(IMF)的外汇储备充足性评估,计算该外汇储备合乎IMF充足性要求?笔者分析后,发现外汇储备充足性是非常强的;笔者也找到了外汇储备攀升的主要原因。最后,笔者概要的提出金管局要考虑外汇储备配置上,香港作为人民币国际化战略性发展地位等各种因素,提早布署多元化和前瞻性金融产品之建议。

【关键词】香港外汇储备的主要功能; 广义货币供应量(M2); 比率分析法; IMF外汇储备充足性评估模型; 固定汇率

Why Hong Kong's Foreign Exchange Reserves do not Consider Helping People's Livelihood and Rent Collection

Weihong Liu

School of Finance, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai, 200433, China

[Abstract] This article has accumulated huge foreign exchange reserves from the Hong Kong Monetary Authority(HKMA), studied the ratio analysis of the foreign exchange reserves and the foreign exchange reserve adequacy assessment of the International Monetary Fund(IMF), and calculated the foreign exchange reserves to meet the IMF adequacy requirements? After the analysis, the foreign exchange reserve is very strong and the main reason for the increase. Finally, the author suggested that the HKMA should consider the allocation of foreign exchange reserves, Hong Kong as the strategic development position of RMB internationalization, and deploy diversified and forward-looking financial products in advance.

[Keywords] Main functions of hong kong foreign exchange reserves; Broad money supply(M2); Ratio analysis; IMF foreign exchange reserve adequacy assessment model; Fixed exchange rate

香港01港闻在2021年2月2日观点中指出:2020年香港经济不景气, 环球金融市场波动, 考虑到外汇储备十分充足, 而社会饱受各不利因素打击, 有声音认为政府应该“开仓”。某立法会议员, 便在立法会财经事务委员会上质问金管局总裁余伟文, 外汇储备「部份能否帮忙转至财政储备, 让财政司长不用太担心」?

也是香港01港闻在2022年7月20日财经快讯中, 香港科技大学的前经济某教授就本土土地房屋问题发表报告: 建议港府动用包括外汇基金在内的财政储备, 以1万亿至1.5万亿

元投资基建及填海造地, 并同时推动明日大屿和北部都会区。他认为, 此做法能够带动经济发展, 增加楼宇供应, 也能够化解社会矛盾, 另外也能够减少外汇基金中的美元资产, 减低中美关系交恶中香港被制裁后的风险。

香港市民, 包括笔者也想打开谜底, 政府累积的外汇储备有多少? 部分用来扶助市民生活所需, 或推动城镇发展建房收租的可行性? 金管局二〇二二年十月七日公布, 香港于九月底的官方外汇储备资产为4,192亿美元, 相当于香港流通货币五倍多, 或港元总货币供应的41%。这数字表示香港的外

汇储备是很多,但不能够定论充足性强,我们按照科学的估算方法,客观的标准和因素来考量,笔者和大家一起浅谈外汇储备资产是否充足?

1 香港的外汇储备情况和分析外汇储备充足性

1.1 香港的外汇储备资产情况

香港的外汇储备从2008年的1,500亿美元,急速上升至2020年的将近5,000亿美元,与此同时的香港M2也是同样的大量增加,笔者稍后在本文会详细说明两者的关系.这里想指出的是:不从整体情况考量,并不能判断5,000亿美元的外汇储备是多,还是少?举一个简单例子,笔者管理的家族企业,投资的项目近三年来,从5亿港元大幅度增加至50亿港元,不能说家族企业的资产很充裕,因为新增的45亿港元投资金额,是商业银行提供的信贷和客户的资金。

1.2 按照前学者的标准和因素来考量外汇储备资产充足情况

我们下面具体来看,按照怎样的标准和因素来考量最优规模的储备,参考学者们曾提出的主要方法有:

1.2.1 比率分析法

特里芬(Robert Triffin)在1947年就撰文提出了国际储备需求会随世界贸易增长的观点,在此基础上建议以国际储备与进口的比率(R/M Ratio)作为衡量国际储备充裕程度的指标.他在《黄金和美元危机》(Gold and the Dollar Crisis)提出了这一观点,形成了所谓的“经验法则”(rule of thumb,又译“拇指法则”):当一个国家或一个地区的国际储备与进口的比率在40%以上时,由于该国家或地区的国际储备比较充裕,因而就具有充分的能力维持其货币的可兑性,而当这一比率低于30%时,该国家或地区政府就往往因为国际储备不足而不得不采取外汇管制措施(Triffin, 1960).笔者将香港金融管理局披露的数据代入前学者的公式来计算,可以得出储备充裕程度。

2021年按香港本地生产所需的进口额:美元\$160亿*0.4=美元\$64亿。

香港的国际储备美元\$4,192亿/美元\$64亿=66倍.我们保守些,按2021年按香港贸易进口额计算,又如何呢?

2021年香港进口额港元\$53,078亿/7.78=美元6,822亿*0.4=美元2,729亿

香港的国际储备美元\$4,192亿/美元\$2,729亿=1.54倍。

1.2.2 其他的评估方法

一些经济学家从1960年代开始将成本收益分析(Cost-benefit Approach)运用到储备需求适度性的研究,这一阶段的主要代表人物有罗勃特·海勒(H. Robert Heller)、弗莱明(J. M. Fleming)以及阿格沃尔(J. P. Agarwal);1960年代以后,雅各布·弗兰克尔(Jacob A. Frenkel)等经济学家运用回归技术,建立了许多经济计量模型;马克卢普(Machlup, 1965)在研究国际储备需求决定时曾提出了所谓的“衣柜效应”(Wardrobe Effect)理论,认为一国货币当局对国际储备的需求如同其夫人对其衣柜中时装的需求一样,是多多益善;1970年代西方经济学家卡鲍尔(R. J. Carbaugh)和范(C. D. Fan)在《国际货币体系》一书中提出,“要确定国际储备的需要量应进行定性分析,包括国际收支调节机制的效力及政府采取调节措施的谨慎态度等等。”总之,影响最优国际储备量的因素很多,涉及政治、经济及社会等许多方面,各自产生不同的影响,并没有一个完全适用全世界各国各地区的标准计算方法。

1.2.3 按2011年国际货币基金组织(International Monetary Fund)的外汇储备充足性评估模型

如果一个经济体汇率固定但毫无资本管制,那将适用最严格的要求.用公式表示为:固定汇率(Fixed):30%STD+15%OPL+10%M2+10%X

实际操作中,IMF建议一国的储备至少应达到这些数字的总和,而达到外汇储备充足性要求意味着一国外储达到上述指标的100%至150%.这一指标目前被运用于IMF对成员国外部账户稳定性的分析框架中.我们根据中国香港特别行政区政府统计处数据:HK\$[30%*(3+449+8,305,144)+15%*(3,524,707)+10%(16,338,978)+10%*(1,361,975)]百万=HK\$4,780,481百万=HK\$478 Billion/7.78=US\$614.4亿;香港的国际储备US\$4,192亿/IMF的外汇储备充足性100%要求是US\$614.4亿=>6.8倍;如果根据外汇储备充足性要求指标的150%,即使是150%:美元\$614.4亿*1.5=美元\$921.6亿;香港的国际储备美元\$4,192亿-外汇储备充足性150%要求是美元\$921.6亿=美元\$3,270亿。

香港的外汇储备仍超出3,000多亿美元,折算是有港元两万多亿.这超出的部分是否可以用来做其他用途?2011年IMF的外汇储备充足性评估模型:固定汇率(Fixed):30%STD+15%OPL+10%M2+10%X也历经10多年,对于2022年的今天,世界发展情况和环境也是今非昔比,该公式

是否依然有效?或者再看长远些,该公式对末来5-10年世界发展潮流仍然具有前瞻性?

笔者认为比重30%的短期债,在香港政府稳政稳健的情况下,是充足的;但在投资人对其政府或者货币信心动摇的特殊情况下,显然要大幅度加大该比重的;另一个比重是10%的总出口额,对于香港以贸易转口的角色,和真正靠出口赚取外汇的需求,对香港而言,这比率大了些;至于15%的其他债务资产也比例粗略,这些要考虑持有债务组合具体素质;该公式中,另外一个因子是M2,笔者认为这因子对香港金融中心角色,稳健考量,是要将该比重再提升多一些,例如20%-30%,因为香港的外汇储备的首要能力是足够金额去兑现极端情况大量持有流通港币者兑换成外汇的情景.从1983年10月17日,香港选择了稳定的联系汇率制度,保证港元和美元兑换币值,过去40年金融市场风雨飘摇的大环境,该制度也先后挺过90年代的亚洲金融风暴和2008年的美国次级信贷危机,也是靠着强大外汇储备实力支撑,使港元汇率保持稳定在7.75至7.85港元兑1美元的区间内,一致持续至今.这意味着,香港需要充足的外汇储备来应对做空港元的行为,令投资者相信香港政府对维持的港币在7.75至7.85港元兑1美元的区间内是非常足够外汇支撑的。

1.3 将部分的外汇储备拿来扶助市民生活所需,或推动城镇发展建房收租

笔者是否同意如以上文立法会议员和教授的方案,拿一部分的外汇储备扶扶助市民生活所需,推动城镇发展建房收租?对于以上两种想法,笔者认为他们本意是很好的,善良的...从金融专业方面去根本性分析外汇储备的使用,则是有斟酌之地...

我们要持有大量的美债外汇储备不是简单解读为「借钱给美国」。第一,美元债券发行体量庞大,2022年第一季度,未到期的美国债券市场的规模就有39.9万亿美元,即使我们持有1,866亿美元等值的美国债券,在这么庞大的市场中所占的比例是非常小的;第二,美债流动性高,2021年美债二级市场日均成交量约为6,241亿美元,由此可见美国国债极富流动性,能迅速完成交易.第三,对香港联系汇率制度而言,通过持有美债持有美元,更是金管局实现弱方兑换保证(HKD 7.75兑USD 1)的指定交易品种.所以,严格意义讲,我们持有美债是一种流动性管理的手段,港府的外汇储备总额高达4,000亿美元以上,放眼全球,试问有那些金融品种能俱

备如此体量和流动性支撑交易?

若动用外汇储备去投资北部都会区,明日大屿,这些项目参与金额数以万亿港元,年期以10年计算,外汇储备要从本来流动性好的资产转向流动性差,年期长,不确定性高的固定资产项目,恐怕将削弱其捍卫香港汇率稳定的主要功能.至于政府的外汇储备可从明日大屿,北部都会区项目中,获得的收益1.1万亿元,扣除成本保守估计也可赚到5,540亿元,效益远大于成本,但这是外汇储备的主要功能吗?

2 外汇储备的重要功能及配置上建议

国际储备的结构管理需要考虑是以下基本两个大要点:第一,安全性和流动性;第二,稳定的净收益性;笔者以下内容将从这两方面探讨香港外汇储备的配置上建议。

2.1 安全性和流动性

美国曾经因为与伊朗发生外交冲突,因而冻结了伊朗在美国的金融资产,致使伊朗持有的、存放在美国境内的金融资产无法变现和转账支付,大量以美元计价的外汇储备不能动用.笔者同意该教授对港府持有大量美元资产观点,担心中美关系交恶中香港被制裁后的风险.但是,伊朗和美国的金融贸易等往来和香港背靠中国的特殊地位明显不能相提并论.美国资金,美国企业本身在香港的利益根深柢固,制裁香港对他们而言是自断手脚,行动极不方便的;多年来的美资投行持有的港股,A股,商住物业等利益无数可计的.另外,我们持有的美债资产及交易不一定全部在美国发生,是在伦敦,银行间系统等交易方式交割完成的,是不会如伊朗般,美国政府冻结了我们美元资产.但是,笔者认同该教授另一个观点,外汇储备必须合理分散,不能单一持有美债.笔者建议考虑持有一定比例的黄金储备,因为香港目前持有约1.32亿美元的黄金储备,占比不到0.5%,显然过于偏低了。

另外,考虑香港作为人民币国际化战略性发展试点地位,把握人民币将会成为国际交易的主要结算货币的大趋势,香港外汇储备中,笔者也建议加大人民币产品的持有比例,虽则人民币债在境外的流通性和美债的相比仍大幅度落后,截至2020年第二季度末,全球国际债券25.58万亿美元存量中,发生在中国在岸债券市场的跨境债券融资(熊猫债)存量折算成美元才只有383亿,在全球份额中占比仅为0.149%.但是人民币产品在境外,特别是香港,鄂志寰(2022)指出:海外投资者通过北向沪深股通持有的内地股票由2014年底的865亿元人民币;到了2021年底,持有的内地股票激增一度超

过2万亿元人民币的规模。香港外汇基金中,目前持有人民币产品几乎找不到占比数据,更是可以肯定过于偏低。

2.2 稳定的净收益性

储备资产的自身价值理也要比较稳定,甚至有增值的吸引力,更不要经常出现大幅度的价格波动。黄金本来可以作为不错的储备资产,它具有良好的保值,各国家人民都认同的资产,甚至黄金的稀有特性,理论上,黄金不仅具有内在价值,也有增值性。但持有黄金需承担储存和保管费用,这些持有成本也会随着时间推移令租金和人工成本上涨而使其内在价值磨损,所以,某程度上削弱了作为储备资产的吸引力。

黄金价格从90年代初的\$500美元到2020年的\$1,660,这30年平均的复利回报是4.08%(未计算持有黄金成本);这回报率与香港外汇储蓄持有的资产近30年的回报比较如何?香港外汇储蓄持有的资产近30年投资的复合年回报率为4.80%。从稳定性看,香港外汇储蓄在2008年的全球金融危机出现-5%和2015年美国股市大跌时出现约-0.5%,其他年份都是较平稳和不错的表现。同时,也可以观察到黄金价格波动比较大,2011年的\$1,900美元跌至2016年的\$1,100,连续5年都在下跌,贬值了40%。所以,笔者不太认同将香港外汇储蓄大比例的转换为黄金(波动性大),楼房(流通性差),也不太认同将香港外汇储蓄用来扶贫救急的非外汇储蓄功能的用途。笔者肯定香港外汇储备过去30年的投资表现和运用得所。但是,时代赋予我们使命不是自满自足,而是追求精益求精,按照香港的发展情形适度调整外汇储备的投资组合...

笔者也明白社会人士对香港外汇基金出谋献策的善意。相信大家也同意,香港外汇储蓄按某些功能性和方向性做出适度调整,增加需求殷切的离岸人民币产品,保值和增长性强的黄金产品,会更加有力的支持香港的金融业务稳中向好,积极向上的多元化国际金融中心地位...

3 文章不足及未讨论的问题

本文较粗浅的分析香港外汇是否足够及近20年外汇储备增加的大致原因。现实意义上,笔者只是引用前学者的模型计算答案,回应社会上的一些诉求,并解释了外汇储备主要功能性和优化建议,但在学术上,文章只是引用前学者的发现,并没有自己的独特模型,笔者假定了外汇储备按比率分析法和国际货币基金组织(IMF)的外汇储备充足性评估是适合评估香港的外汇储备的方案,这有待下次文章采集样本,

建立模型计算变量,因变量,检验等等。

4 结论

本文主要观察到香港的货币供应量M2大幅度增加,也同样的令外汇储备一直攀升;M2的增加可能是因为香港金融市场交易量的增多,例如港股的成交量的增加,人民币国际化境外中心地位,国际贸易对人民币的需求极大等等原因的结果。但外汇储备的增多,有助于香港抵御外来力量对联系汇率的冲击,也有助于金管局支持香港金融长远发展的资金需求,笔者的角度,分析和观察各种以上的事件和现象,透过的文章浅谈,来引起大家共鸣,为推动香港的金融和外汇储备更好,更稳的融入整个国家发展大框架,尽绵薄之力。

参考文献:

- [1] 李慧琼. “香港市民也需要安全感”, 取自 (hk01.com) 观点, 2021-02-02
- [2] 雷鼎鸣. “倡用外汇基金造地, 化解社会矛盾, 兼降持有美元资产风险”, 取自 (hk01.com), 经济财经快讯, 2022-07-20.
- [3] 香港金融管理局. “香港的经济及金融数据发布统计报告” 取自 (hkma.gov.hk), 2022-10-07.
- [4] 鄂志寰. 香港离岸人民币枢纽发展的特征与前景[J]. 中银经济月刊, 2022, 01: 1-4.
- [5] R. Triffin, "National central banking and the international economy," *Review of Economic Studies*, 14 (2), 1946, pp. 53-75.
- [6] R. Triffin, "Gold and the dollar crisis: the future of convertibility," New Haven: Yale University Press 1960.
- [7] Machlup, "The Cloakroom Rule of International Reserves: Reserve Creation and Resources Transfer," *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. L, 1965, pp. 337-55.
- [8] International Monetary Fund, "Assessing Reserve Adequacy," *Monetary and Capital Markets, Research, and Strategy, Policy, and Review Departments*, 2011 February 14.

作者简介:

刘伟洪 (1979-), 男, 汉族, 中国香港, 2021级博士生, 上海财经大学, 金融学院, 公司金融。