

澳門的貨幣政策操作*

陳守信**

一、導論

自十七世紀中央銀行在歐洲開始發展至今，維持本國貨幣的穩定就成為各國央行的首要政策目標。在銀本位或金本位年代，央行是貴金屬的中央儲存庫，負責集中管理及保護貨幣儲備，確保本國發行紙幣的可兌換性（Goodhart 1985）。現代的貨幣發行制度使紙幣不具兌現貴重金屬的地位，央行故此透過各種“政策工具”控制主要金融變數，如貨幣供應、利率或匯率來達到貨幣穩定的最終政策目標。

澳門幣（Pataca）作為獨立流通的貨幣，在澳門地區發行已近百年，但以澳門區內獨立中央銀行機構執行貨幣政策，達致澳門幣穩定的政策目標的發展歷史則較短。至1980年，澳門發行機構，亦即澳門金融管理局前身的成立，才正式標誌中央銀行制度發展歷史的開始。歸根究底，中央銀行機構在澳門的遲緩發展，當是(i)按“定則”貨幣制度在澳門長期施行、(ii) 1970年代以前澳門金融業的滯後發展、及(iii)在《澳門組織章程》頒行以前里斯本對澳門金融業務的直接行政管理有關。

本文將全面分析在澳門發行機構成立以後，與中央銀行貨幣政策有關的制度發展。雖然澳門的中央銀行系統無可避免承襲了一些本地特徵，但其主要在1980年代建立，與世界發展趨勢吻合的貨幣政策工具，使發行機構及其後的金融管理局能在貨幣發行局制度下，確保澳門幣的穩定性。由

* 本文部份內容取材自作者一篇未經發表論文初稿“The Practice of Central Banking in Macao”。作者感謝香港大學榮譽院士饒餘慶教授為該論文英文稿提供寶貴建議。

** 經濟學家、香港大學經濟及金融博士、英國 University of Warwick 經濟學碩士。

空缺，為以後的相關研究奠定基礎。

本文的結構如下：第二節介紹澳門貨幣制度的理念，包括維持澳門幣對港元匯率穩定的特定目標，及支持這個聯繫匯率的中心制度—即所謂貨幣發行局安排（Currency Board Arrangement）。同時，我們將詳細論述中央銀行機構在貨幣系統的角色。第三節分析澳門如何在充裕的外匯儲備及澳門幣流動資金長期過剩的情況下，利用一些典型的中央銀行政策工具推行“被動”的貨幣市場操作，以維護澳門幣在本地的貨幣地位。第四節論述金管局作為在兌港元固定匯率下的澳門幣最終購買者及售賣者，如何進行外匯買賣操作。最後一節為全文的總結。

二、貨幣政策目標與貨幣發行局制度

中央銀行傳統及長期的任務，是保障本國貨幣的價值或所謂貨幣穩定。誠然，一些過往的例子亦有發現，一些央行為一些短期經濟增長或支持政府財政的原因，犧牲貨幣穩定這個基本政策目標。事實亦證明這些偏離基本政策目標的舉措，可為經濟帶來深遠的負面影響。

貨幣的價值或購買力可從“內部”及“外部”兩個層面考慮。貨幣的內部價值可以本地物價指數來量度；外部價值則以兌外幣的匯率來表達。雖然一國貨幣的內部及外部價值並非互不相關，但金管當局只能選擇一個政策目標。若然央行決定將匯率固定，它同時將喪失調控貨幣供應和短期利率以影響本地物價的能力。

作為一個外向型的經濟體系，澳門從1977年4月起即選擇將澳門幣與港元掛鈎。¹ 經過1980年代初期的數次改動，澳門幣現以1.03的中間匯率與港元聯繫。支持聯繫匯率的措施主要是貨幣發行局安排。² 安排基本依賴自動調節機制，與一般盛行依賴中央銀行主動在外匯市場頻繁干預的固定匯率制度並不相同。

1. 在1997年以前，澳門幣與葡國土姑度掛鈎。有關澳門貨幣匯率制度的發展歷史，可參考Chan（2000），第4章。

2. 首個貨幣發行局在1849年於Indian Island of Mauritius建立。貨幣發行局制度的歷史可參考Walters and Hanke（1989）與Schwartz（1993）

1989年7月起，被政府授與發行澳門幣紙幣功能的發鈔銀行，需向金管局交納等值的港元，以換取無息“負債證明書”(Certificate of Indebtedness)來支持澳門紙幣的發行。根據政府與發鈔行的“紙幣代理協議”規定，金管局需負起紙幣發行的所有成本；而從發鈔銀行獲取的外幣資產引申的利息收入，則可補償發鈔的成本開支。³

符合澳門特區基本法第108條的“貨幣發行條例”(1月30日第7/95/M號法令)清楚列明發鈔銀行需依從法例規定，“交納等值的可兌換外幣”與金管局，換取“負債證明書”或發行鈔票權利。繳納與金管局的外幣將視作流通紙幣的儲備及組成澳門外匯儲備的一部份。

在日常的會計安排方面，“負債證明書”的兌換不會與澳門幣的數量變化同時進行。正如金管局的貨幣金融統計顯示，“負債證明書”的價值只相等於對上一個月公眾持鈔量加上銀行現金儲備鈔額的日平均數值。同時，財政局代表政府直接行使發行法定硬幣的權利，然而金管局卻以“公共部門信貸”的形式“購買”所有硬幣，再透過銀行流入市面。

貨幣發行局安排需擁有“十足儲備貨幣支持基礎貨幣的發行”。⁴澳門的局流動帳戶結餘的總和。由於金管局並非單純的貨幣發行局，同時亦肩負一些中央銀行的職能，⁵故此澳門的貨幣基礎並不只是流通貨幣，而儲備貨幣亦不只限對基礎貨幣的支持。

金管局組織章程(第14/96/M號法令)及內部規章將外匯儲備的“涵蓋”範圍延伸至金管局的其他澳門貨幣負債。減去一年期以下外幣負債的外匯儲備對澳門幣流動負債比率—即基本保障比率—需維持在最低90%的水平。⁶現時，金管局澳門幣負債除了“負債證書外”，主要包括澳門財政公庫及銀行在金管局的存款，金融票據及部份特區儲備基金在金管局的存款。

3. 見十月二日第267/95/M號行政命令。現行的紙幣代理協議分別與大西洋銀行及中國銀行簽署。該協議由1995年10月16日及2010年10月15日。

4. 2000年年報。

5. 理論上來說，貨幣發行局不應行使印發鈔票以外的中央銀行職能，以達致在不濫發貨幣方面的最佳信譽。

6. 澳門發行機構最初在1980年代初期將基本保障比率訂為50%。參考第63/82/M法令。

換句話說，金管局的澳門幣負債顯示其需承擔“政府的銀行”及“銀行的銀行”的央行功能。其中金融票據為最大宗的澳門幣負債，這些由金管局發行的短期債務票據，是貨幣市場操作的工具。從其特質觀察，金融票據在保障要求的概念上，可視作“廣義的貨幣發行”。

將金管局的主要澳門幣負債包括在基本保障中，可保證足夠的外匯儲備支持，以備澳門幣債權人可在自由兌換的貨幣制度下，任何時間均可將金管局的澳門幣負債轉換成外幣。從發行機構或金管局的歷年年報顯示，自1987年起，基本保障比率均超過100%。

三、貨幣操作

在聯繫匯率制度下，金管局並不會像以內部穩定為目標的央行般，利用貨幣操作來影響貨幣基礎或短期利率。在與港元掛鈎的前提下，澳門的貨幣供應最終由國際收支平衡來決定，而本地利率亦需與香港利率同步。舉例來說，國際收支若現盈餘，澳門的外匯儲備就會增加，同時令金管局的資產負債表擴大及支持貨幣供應增長。

在澳門幣資金長期欠缺足夠需求的情況下，澳門發行機構在1980年代跟隨現代中央銀行的慣例構建了調節澳門幣流動資金的工具，作為公開市場操作之用。這些工具包括貨幣掉期合約及上述金融票據，均用作在貨幣市場吸納剩餘澳門幣流通資金，強化銀行資產負債表中澳門幣資金的地位；最終達到穩定聯繫匯率的效果。此外，澳門亦要求銀行符合特定儲備率的要求，但這種傳統的貨幣政策工具，澳門金管局較偏向作為審慎監管，而非貨幣操作的用途。

（一）掉幣合約

雖然掉幣合約在中央銀行間的普及性不斷下降，但它仍在一些財政赤字不大及本地債券市場發展深度較低的國家，如瑞士及澳洲，繼續成為較為重要的貨幣操作工具。掉幣合約在中央銀行及金融機構間進行，包括即期及遠期的本地貨幣及外幣相互交換。銀行需首先向中央銀行買入或賣出本國貨幣，因此銀行在中央銀行的存款或銀行體系的本地流動資金，即貨幣基礎的一部份，就會因掉幣合約的操作而**短暫改變**。

在1985年，發行機構開始透過路透社網絡提供遠期澳門幣匯率，為澳門幣有關的掉幣合約操作創造了條件。現時，金管局在路透社專頁提供澳門幣兌港元由隔夜至一年的遠期匯率。同時，銀行為進行掉幣合約的目的，亦可向金管局直接查詢其他外幣兌澳門幣的遠期匯率。但是，在聯繫匯率制度下，金管局以貨幣工具主動調控本地流動資金水平或貨幣供應的自由度十分有限。因此金管局只被動地接受本地銀行進行掉幣合約的要求。由於本地銀行多持有外幣長倉，掉幣合約因此在本地貨幣系統中，仍保持為重要的流通資金調節措施。

（二）金融票據

同時，當前世界，特別是在一些西方工業國的趨勢是，中央銀行不斷偏向在公開市場買賣債券作為央行貨幣操作的主體。其中尤其以“回購協議”形式的操作較為普遍。在本地債務工具市場及結算系統發展成熟的情況下，公開市場操作在貨幣政策的執行上已變得較一些固定設施如“貼現窗”（Discount Window）有效。

央行在公開市場買入證券，流動資金水平或以銀行在央行的存款形式存在的貨幣基礎就會增加；相反，央行在市場賣出證券，銀行體系流動資金水平或貨幣基礎就會下降。緊接著的是流動資金的調節，將會對短期利率的水平構成影響。澳門在“無債政府”及本地債券市場並不存在的情況下，在1980年代後期以前，並沒有澳門幣證券供金管當局進行市場操作，在1987年2月，發行機構率先發行一種類似香港的外匯基金票據的金融票據。這種債務工具是以折讓形式發行的短期、低風險證券，作用是為貨幣操作提供有效的工具，而非如國庫債券般同時用作填補政府財政赤字。在欠缺澳門幣證券及澳門幣信貸長期積弱的情況下，金融票據的發行可鼓勵銀行存放澳門幣資產，減低在自由兌換貨幣制度下，外匯

1989年以後，缺乏短期澳門幣流動資產的銀行更可以金融票據作為抵押品，與金管當局訂立回購協議，金管當局每個交易日均透過路透社專頁公佈回購協議的“基本利率”。現時，這個基本利率是與香港的基本利率一致，以發揮保持聯繫匯率穩定的功效。其角色一如其他央行的“貼現窗”制度。與掉幣合約的理念相合，金融票據的操作是以被動的形式進行，金管局是應持有剩餘澳門幣資金的銀行要求來發行票據。金管當局並不會主動在公開市場按短期利率的操作目標來買賣票據。

金融票據的息率是參照香港的同業拆息來訂定。配合設定的貼視窗基本利率，金管局就能如其他中央銀行般藉拆入及推出流動資金的機制來規範貨幣市場利率的波動，達到穩定短期跨境資本流向及聯繫匯率的效果。

自金融票據於1980年代後期開始發行以來，金融票據的結存數額不斷上升，成為銀行澳門幣資金的一個重要出路。這種貨幣操作模式，正正在持續疲弱澳門幣信貸需求的情況下，達到穩定澳門幣與港元長期聯繫的政策目標。

（三）銀行儲備要求

儲備或流動資金要求，意謂接受存款的商業銀行必需保持一定數額的現金或央行存款（亦即貨幣基礎）。儲備要求為傳統的中央銀行貨幣政策工具。例舉央行收緊儲備要求，銀行的放貸能力就會降低，因而在貨幣創造的過程中做成收縮貨幣供應的效果。

儲備要求在1980年代在澳門已然存在。無論如何，儲備要求在世界各地已愈來愈不普及；而在澳門的施行亦基本着操作方面。澳門發行機構最初要求銀行以12%、8%和4%的比率，為其不
1987年，為了解除對澳門幣存款的“懲罰”，外幣存款亦需符合儲備要求。同時，隨著銀行加強監管及成本
1—3%。

從1987年起，金融當局就從未有改變儲備比率。這個政策顯示儲備要求在貨幣操作方面，扮演微不足道的角色。

四、外匯操作

堅持奉行固定匯率制度的地區，通常需要中央銀行在外匯市場進行頻繁的“不中和干預”。因此央行對外匯儲備的控制，使其擁有需要的資源進行外匯操作。根據國際貨幣基金組織近期的研究顯示，在一些國家，政府在名義上擁有外匯儲備，但其管理職權多屬央行所有。根據澳門金管局的組織章程規定，外匯儲備為金管局資產，金管局需履行“中央儲備庫”及“管理外匯儲備”的職責，以及“透過必要之買賣活動干預外匯市場”。

事實，澳門金管局並不需在外 市場積極干預，而是確保隨時可按澳門幣債權人或銀行的要求，將其澳門幣負債轉換為外幣。在貨幣發行局的制度下，金管局只需保有足夠的外匯，以支持本地貨幣負債，並以一特定匯率隨時應要求將澳門幣負債兌換。

事實，澳門幣在外匯由兌換貨幣，但在國際貿易及金融方面並不為廣泛應用。因此，外匯操作的政策方向只集中在加強金管局澳門幣最終兌換者的地位。在 1987 年，當局取消了銀行以澳門幣向發行機構購買外幣，需事先獲得批准的限制；同時，金管當局亦將澳門幣兌港元的買賣差價收窄一半，以鼓勵持有澳門幣。從 1989 年開始，銀行可與金管當局以即期或遠期的形式以澳門幣買賣各種主要貨幣。

現時，澳門幣兌主要貨幣的匯價，是按港元兌主要貨幣的交差 率計算，並在每天早上 9 時由金管局定盤。銀行可透過傳真或金管局網頁，了解澳門幣兌主要貨幣的匯價。金管局主要是透過賭稅收益，出口商按規定向當局出售 40% 的外匯收益及發鈔銀行兌換負債證明書來買入外匯。

政府部門的外幣收入，需依法售與金管局。第 39/97/ M 號法令亦賦與行政長官以行政命令要求涉及國際貿易及金融的本地企業出售外匯收益與金管局的權力。金管局理論上可在公開市場賣出澳門幣，但實際市場對澳門幣資金的需求長期保持疲弱，使金管局在與銀行的外匯交易中，經常是外幣出售者或澳門幣買入者的一方。

五、總結

本文剖析了澳門貨幣政策的實際執行情況。正如上文所述，澳門金管當局在 1980 年代後期發展了一套完善的貨幣政策操作工具，在澳門幣資金及信貸長期疲弱的情況下，澳金管當局的政策操作，主要是穩定本地貨幣市場對澳門幣資金投放的需求、保持短期澳門幣利率大致與港元利率相等，最終達致澳門幣兌港元固定匯率的政策目標。

誠然，澳門的金管當局在執行貨幣政策之外，亦同時肩負其他的傳統中央銀行職務，如監管金融機構、為政府及商業銀行提供金融服務、經濟研究及貨幣金融統計等。但上述課題已超出了本文所設定的研究範圍。

參考文獻

Bank for International Settlements (1997), "Implementation and Tactics of Monetary Policy," BIS Conference Papers, No. 3.

Bartolini, L. (2002), "Foreign Exchange Swaps," New England Economic Review, Second Quarter, 11-12.

Capie, F. (1997), "The Evolution of Central Banking," in G. Caprio and D. Vittas (eds.), Reforming Finance Systems: Historical Implications for Policy, Cambridge University Press.

Chan, S.S. (2000), the Macau Economy, the University of Macau Publications Centre.

Fischer, S. (1994), "Modern Central Banking," in F. Capie, C.A.E. Goodhart, S. Fischer and N. Schnadt (eds.), The Future of Central Banking: The Tercentenary Symposium of the Bank of England, Cambridge University Press.

Goodhart, C.A.E. (1985), The Evolution of Central Banks, London School of Economics and Political Science.

Goodhart, C.A.E. (1989), "Central Banking," in P. Newman, M. Milgate and J. Eatwell (eds.), The New Palgrave Dictionary of Money and Finance, Vol. 1, 321-325.

Goodhart, C.A.E. (2000), "Some Myths about the Lender of Last Resort," International Finance, Vol. 2, No.3 November, 330-360.

Guidelines for Foreign Reserve Management: Accompanying Document, International Monetary Fund, 26 March, 2003.

Heller, H.R. (1991), "Prudential Supervision and Monetary Policy," in P. Downes and R. Vaez-Zadeh (eds.), The Evolving Role of Central Banks, International Monetary Fund.

Henckel, T., A. Ize and A. Kovanen (1999), "Central Banking Without Central Bank Money," IMF Working Paper, No. WP/99/92, July.

International Monetary Fund (2000), Monetary and Financial Statistics Manual.

Khatkhate, D. (1991), "The Central Bank's Role in Financial Sector Development," in P. Downes and R. Vaez-Zadeh (eds.), The Evolving Role of Central Banks, International Monetary Fund.

Kopcke, R.W. (2002), "The Practice of Central Banking in Other Industrialized Countries," New England Economic Review, Second Quarter, 3-9.

Liviatan, N. (ed.) (1993), "Proceedings of a Conference on Currency Substitution and Currency Boards," World Bank Discussion Papers, No.207.

Mundell, R.A. (2002), "The Sixth Lord Robbins Memorial Lecture: Reform of the International Monetary System," in R.A. Mundell and P.J. Zak (eds.), Monetary Stability and Economic Growth: A Dialog between Leading Economists, Edward Elgar Publishing Limited.

Pao, J. W. (2003), "Foreign Reserves Management: The Case of Macao," AMCM Quarterly Bulletin, Issue No. 8, July, 3-33.

Schinasi, G.J. (2003), "Responsibility of Central Banks for Stability in Financial Markets," IMF Working Paper, No. WP/03/121, International Monetary Fund.

Schwartz, A.J. (1993), "Currency Boards: Their Past, Present, and Possible Future Role," Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39, 147-187.

Walshe, T.O. (1991), "Managing a Central Bank: Goals, Strategies, and the Techniques," in P. Downes and R. Vaez-Zadeh (eds.), The Evolving Role of Central Banks, International Monetary Fund.

Walters, A and S.H. Hanke (1989), "Currency Boards," in P. Newman, M. Milgate and J. Eatwell (eds.), The New Palgrave Dictionary of Money and Finance, Vol. 1, 558-561.

Wood, G.E. (2000), "The Lender of Last Resort Reconsidered," Journal of Financial Services Research, December, 203-227.

