

# 香港外汇基金的发展 及投资策略的选择

朱孟楠  
(厦门大学财经系)

## 香港外汇基金的设立与发展

1935年,香港放弃港元银本位时根据《外汇基金条例》设立了香港外汇基金,其宗旨主要是稳定港元的汇率、控制港币的发行量及管理香港的外汇储备。基金的来源(负债)主要包括以下几个方面:(1)负债证明书,外汇基金通过向发钞行发放债务证明书而取得发钞收入;(2)财政储备转移,这是港府于1976年起逐渐转拨形成的;(3)流通硬币,这是港府发行的辅币;(4)外汇基金票据,这是1990年和1991年港府以外汇基金的名义发行的短期无抵押票据,藉此筹措资金;(5)其他负债,包括港府发行的债券和银行借款;(6)银行体系结余,指汇丰银行在外汇基金所开的结算户口的余额。外汇基金的运用(资产)主要是外币资产。最初的资产基本上是英镑,1968年尤其1973年废除英镑汇兑本位制以后,英镑比例逐渐下降,基金资产走向多样化,包括英镑、美元、马克、日元、加元、瑞士法郎等外汇资产及港币资产。港府从1976年开始,又逐渐将其财政盈余和储备、硬货币发行基金(Coinage Security Fund)和其他港元或外币资产全部转移至外汇基金(外汇基金则向港府签发有息的债务说明书)。1978年硬货币发行基金与外汇基金正式合并,至此外汇基金成为港府所有金融资产(包括外币与港币)的总汇,其规模也在不断扩大。1992年港府重新公布外汇基金时,其资产总额达2361亿港元。截至1996年底,根据香港金融管理局统计,外汇基金资产总额更高达5345亿港元,比上一年累计盈余增

加了127亿港元,达1728亿港元,增幅为7.9%。另据统计,至1997年2月底,香港外汇储备达636亿美元,位居全球第七,人均外汇资产达9936美元,位居全球第二。

港府在外汇基金设立后,每年公布一个简单的外汇基金资产负债表。1941年后因当时的战争情况,港府停止公布。直到1992年7月15日,在外界的批评和压力下,港府才结束50年的守密政策,并承诺此后每年公布外汇基金的资产负债表,同时公布了过去6年来外汇基金的情况(参见表1)。从1995年6月起,港府又改为每半年公布一次。而财政司鉴于金融管理局致力于提高资料披露方面的透明度,亦决定发表外汇基金中的外币资产数额,首次发表的是1995年9月30日止第三季度的外汇储备的数字。此外,1993年12月起的季度数字也一并公布。港府定期公布外汇基金资产的制度日趋健全。

香港外汇基金在1991年前是由港府财政司辖下的金融事务科与外汇基金咨询委员会协商管理。后者的主席是财政司,成员包括发钞银行的主要行政人员和港府金融事务司,均由港督任命,主要职责是制定外汇基金的投资政策和目标。1991年2月18日,港府成立外汇基金管理局,隶属金融事务科,负责外汇基金的投资、发行外汇基金票据及稳定港元汇率等事项。1993年4月1日外汇基金管理局和银行监理专员并入新成立的香港金融管理局。

## 香港外汇基金的管理投资策略

香港的外汇基金资产已具相当

香港外汇基金(Exchange Fund)是香港经济与香港货币制度不断发展与完善的重要基石。截至1996年底,香港外汇基金资产总额已达5345亿港元,人均位居世界第二。香港外汇基金的发展及其管理经验对我们具有重要的借鉴意义。

表 1 香港外汇基金资产负债表 单位:百万港元

	1986	1987	1988	1989	1990	1991
资 产:						
外币资产	84,715	113,088	127,089	149,152	192,323	225,333
港币资产	3,876	5,746	5,962	9,625	3,874	10,788
总 计	88,591	118,835	133,051	158,777	196,197	236,121
负 债:						
负债证明书	20,531	26,831	31,731	37,191	40,791	46,410
财政储备转移	23,359	32,557	38,269	52,546	63,226	69,802
流通硬币	1,441	1,470	1,890	2,012	2,003	2,299
外汇基金票据	—	—	—	—	6,671	13,624
其他负债	4,103	4,453	2,554	1,603	391	4,834
银行体系结余	—	—	860	978	480	500
累计盈余	39,157	53,524	57,747	64,447	82,635	98,652
总 计	88,591	118,835	113,051	158,777	196,197	236,121

资料来源:香港外汇基金管理局。

规模,为了使这笔可观的资产保值、增值,香港金融管理局辖下的储备管理部专职负责管理这些资产及进行投资,并十分注重保障基金管理投资的安全性,始终执行着审慎、保守的管理及投资的策略。具体来说,外汇基金的管理与投资由两个组织或机构来进行,一是内部管理小组,二是外聘的投资经理,前者管理着外汇基金大约四分之三资产,后者管理着余下的四分之一的资产。

内部管理小组由金融管理局直接投资处负责,该处把外汇基金资产划分为3个不同的投资组合,以此来管理基金资产的目的:

1. 负债对冲组合,包括用作对冲外汇基金中有息负债部分的资产。该对冲组合在进行资产投资时应注意的事项是:(1)选择信用素质

极高的资产;(2)讲究期限配对原则,即所投资资产的期限与基金负债部分的期限相匹配,以此确保外汇基金负债部分的债权人权益得到最大的保障,保证在任何时候都可获得承兑;(3)注重外汇基金票据和债券在投资策略实施中的作用。外汇基金票据和债券在二级市场上买卖活跃,并为政府债券厘定收益率曲线。实际上对冲组合中的一部分资产的期限分布与未偿还外汇基金票据和债券的期限是完全配合的。

2. 流动资产组合,包括美元货币市场和期限1年或1年以下的定息票据。由于这些证券期限短,金融管理局在需要时可轻易地脱手筹措美元资金。此外,这些证券的收益一般较低,而流动资产组合的回报恰好反映这一点。该组合的目的在于

随时提供市场运作所需要的资金。

3. 投资组合,即一个多种货币组合。在众多可投资的货币中,香港外汇基金主要持有关键货币——美元资产,并在这些货币的信用素质、流动性及安全性之间作均衡而合理的取舍。例如,1995年的外汇基金资产的货币组合(包括远期合约的组合)仍主要以美元持有(占84%),余下的多以国际市场硬通货马克和日元持有。1995年国际外汇市场汇率波动非常显著,年中美元先下跌超过20%,创下兑日元和马克的历史新低点,其后美元转强,兑日元上升超过25%。尽管如此,金融管理局在汇率剧烈波动时仍能正确跟随主要货币汇率走势,调节基金的货币组合,以此提高基金的总值。

香港外汇基金资产管理与投资的另一方面,是把部分外汇基金交由外聘基金经理来操作。这是香港外汇基金管理的一个重要特色。该管理方式始自70年代,由于当时的官员缺乏管理外汇基金的经验,通讯设施也不够完备,无法有效地解决基金投资、买卖时出现的困难,于是采取了委任外聘基金经理的办法。尽管现在的金融管理局已有足够的能力对外汇基金进行各种各样的管理与投资,但此法仍沿用至今。事实上,外聘投资经理管理基金的作用不可忽视,因为这些投资经理具有广泛的知识丰富的投资经验,有的是世界一流的投资分析专家,他们能对市场提出不同的看法。金融管理局亦可藉此培训员工,并与内部基金管理的业绩比较,找出两者的优劣,改进基金管理与投资的措施。

香港外聘基金经理管理投资外

汇基金,采取的是有弹性的聘任制度。具体包括:(1)把外聘基金经理划分成不同的小组,每个小组的经理均按相同的标准和目标进行投资;(2)不但以有关投资指数考核基金经理,而且还通过互相比较来监察基金经理的投资表现;(3)严格奖惩制度,即对表现良好的基金经理,金融管理局予以额外的资金作为奖励,对业绩不佳的基金经理,金融管理局则毫不犹豫地抽走资金,甚至终止其投资组合。实行这种管理制度的目的在于,使外汇基金管理更加灵活,并保证把外汇基金投资的损失降至最低程度,力求外汇基金资产投资能取得最佳的收益。

香港对外汇基金的管理和投资是多元化的。除上述两大措施外,比较重要的还有以下两个方面:一是加强信贷检讨委员会的职责。该委员会负责发展、维持及推行金融管理局本身投资的信贷政策,目的仍是为了保障外汇基金资产的安全性。1995年3月巴林银行倒闭后,金融管理局对外汇基金管理的贷款风险作了检讨,使有关的信贷政策更加审慎和周密。二是进一步改进外汇基金管理的资讯系统方式,促使其迈向现代化。例如,1995年金融管理局储备管理部与货币政策和市场部建立了一套全新的资讯科技系统,大大地促进了外汇基金管理投资效益的提高。

### 香港对外汇基金进行管理投资的若干启示

从上述分析可见,香港外汇基金资产能够逐年稳步增长,与港府的慎密的管理与投资策略及灵活的具体操作方法是分不开的。这种管

理制度和措施对祖国内地(以下简称“内地”)加强外汇储备管理和对外汇储备进行适度的投资,具有重要的借鉴意义。内地自1994年实行外汇体制改革以来,外汇储备逐年大幅增长,1993年外汇储备为212亿美元,1994年激增至516亿美元,1995年再增至736亿美元,1996年11月12日突破千亿美元大关,至年底高达1050亿美元,总额居世界第二位。外汇储备的这种大幅增长估计在近年内仍会保持下去。因此,准确地测算出适度的外汇储备量,并对超度的外汇储备进行适当的投资,提到了议事日程。那么,如何对外汇储备进行有效的投资呢?香港经验给我们的启示是:

一、明确外汇储备管理与投资的目的,遵循审慎的投资原则。内地进行外汇储备管理与投资的目的主要是保障储备的价值,并尽可能促使其增值,以满足内地对储备资产的多方面需求,如平衡国际收支、稳定汇率、干预外汇市场以及应付其他紧急需要等。为此必须遵循审慎而周密的投资原则和投资策略,即在追求外汇储备盈利性的同时,必须重视储备的安全性。

二、可考虑建立专门的外汇储备管理与投资机构,由其对外汇储备进行适度的投资。外汇储备资产不同于其他金融资产,其重要性亦非其他资产可比拟,因此国家应有专门的机构负责对它的管理与投资。新加坡亦专设政府投资公司,与金融管理局,共同对外汇储备进行投资与管理。建议内地在外汇管理局下设立相对独立的储备投资部或外汇储备投资公司,该投资部或投资公司可实行董事会制度,董事会

主席由资深领导人担任,其他成员由中央银行、外汇管理局及有关有关部门的负责人组成,并有限度地吸收部分商业银行和企业管理者为成员。该投资部或投资公司的职责是对一定时期的外汇储备量进行管理和对经测算后超过适度储备量的那部分进行有效的投资,以此保证外汇储备在保值的基础上增值。

三、建立具有监察功能的外汇储备管理与投资监察事务委员会及具有参谋性质的咨询或顾问委员会,或类似香港的信贷或投资检讨委员会,由这些委员会多层次多角度对外汇储备的管理与投资及时提出检讨、改进意见,并应时事的发展重新厘定管理投资措施。此外,还可考虑建立公开监督管理机制,建立定期公布外汇储备状况与投资情况的信息披露制度,接受公众的检查与监督。

四、讲究外汇储备的投资策略,提高储备投资的效益。首先,要精选投资领域。建议目前投资于发达国家或经济稳定增长的发展中国家和地区。前者经济发展环境较好,投资的安全性较高,后者一般具有较高的投资回报。其次,要优化投资组合。具体来说,把可投资的储备一分为三:第一部分投资于主要国家货币上,如美元、马克和日元等。但根据内地实际情况,这部分投资比例不宜太多,因为汇率是千变万化的,在内地具体管理与操作技术没有较大提高的情况下,无法保证投资的安全性。第二部分投资于风险小流动性较强的国际债券和政府债券上,如欧洲货币债券、美国的国库券等,以获取高于存款平均利率水平的收益率。从外汇储备营运的“安全性、

流动性、保值性、盈利性”等原则来看,此部分投资比较符合祖国内地的现实,因此该部分投资比例可适当高些。第三部分投资于收益高但风险也高的房地产和股票等上面,其投资比例宜少不宜多。再次,要根据内地经济发展需要进行投资。内地外汇储备投资应有利于经济结构的调整。因此,可把部分“超度”储备投向进口替代产品,增加产品供给;也可用一定量的这种储备投向基础设施产业部门,消除产业发展过程中的瓶颈制约。不过这部分投资还需充分把握它的数量界限。此外,还可投资于收益好的创汇部门,提高投资收益率。最后,可考虑与国际上大型基金组织联手投资,如投资基金、共同基金、养老基金及创业基金等。香港多采取外聘基金投资经理的做法,内地不妨也试一试。这样,不但适应国际投资的一个潮流,也有助于内地进一步了解国际投资市场,投资水平和保证稳定地获得较高的投资收益。

五、积极推动管理手段现代化。即由政府出资建立一套与外汇储备管理和投资相适应的资讯系统,随时与国际市场、储备投资者及其他机构保持联系,及时针对变化的情况,制定出相应的对策。

六、立法保障规范投资行为,实现投资法制化。外汇储备投资不同于一般的商品和证券投资,更需立法予以保障与规范。为此建议制定《外汇储备管理法》、《外汇储备投资条例》等法规,同时,制定相应的规章制度,如规定投资公司及其董事不得越职动用外汇储备,必须按一系列量化指标规范投资行为和制约投资规模等。这样,才能使外汇储备投资有法可依,有章可循,保证每一步储备投资的合法、规范,从而使外汇储备资产在投资过程中保值、增值,有效地稳定本币汇率和金融秩序,促进内地经济的发展。 IEC

## 国家体改委与恒康公司宣布 养老保险合作计划

本刊讯 国家体改委和美国恒康相互人寿保险公司继去年9月在北京共同举办中国养老保险体制改革研讨会之后,又宣布了两项新的合作计划,以促进中国养老保险业的发展。

首先,恒康公司将为国家体改委关于中国社会保险基金管理及资本市场的调研项目提供资助。根据这项计划安排,来自中国人民银行、财政部、劳动部、卫生部、民政部以及中华全国总工会等部门的有关人员将组成调研小组,对中国的东部、中部和西部地区各省市市政府及保险机构养老保险基金管理的情况进行考察,并提出基金管理方法和法规的建议。

另外,恒康公司与国家体改委还计划今年11月在北京共同主办养老保险基金管理和资本市场发展研讨会。这次会议将为与会者提供一次交流国际基金管理经验的机会,国家体改委将在会上公布养老保险基金管理及资本市场的调研报告,并对中国养老保险基金的管理制度提出建议。

“我们认识到,建立新的养老保险体制是中国政府实施的改革计划中的一个很重要的组成部分,我们愿意为此提供我们在这个领域的经验与专长”,恒康国际控股公司总裁徐伟士先生说。恒康公司作为世界上养老金管理和提供养老储蓄计划的主要公司,在养老保险领域有60多年的经营经验。



国家体改委与恒康公司宣布合作计划。

王广宇 摄