

金融管理局總裁

任志剛先生

向立法會財經事務委員會匯報金管局工作情況

2008 年 1 月 29 日

## 引言

1. 在去年 11 月初向財經事務委員會匯報金融管理局的工作的時候，我用了很大篇幅分析美國的次按危機，和可能為香港貨幣金融穩定所帶來的影響。在當時市場十分暢旺的背景下，我提醒有關人士要提高警覺，充分了解和審慎管理好面對的風險，做足防禦措施。

2. 言猶在耳，次按危機引發金融市場向下調整的趨勢便在 11 月中形成。各地股票市場都從高位大幅回落，香港流動性高的股票市場，下調的速度及幅度較大，直至上星期五的短短兩個多月時間，超過百分之二十。

3. 我當然希望各金融市場上的有關人士，不需要我的提醒，亦能充分了解和審慎管理好他們所面對的風險，令到在金融市場出現較大幅度的調整的時候，不會為他們帶來太難處理的問題。事實上，過去兩個多月的市場波動，在金融系統層面，並未為香港的貨幣金融帶來結構性的問題。當

然，在個別市場參與者的層面，直接或間接地一定會有不同的盈虧和資產負債上的影響，希望這些影響都是在他們承受能力範圍之內。

4. 各金融市場的大幅波動，可能仍然會持續一段時間，因為美國的次按危機，演變到現在，已經成爲一個信貸危機，有可能引發經濟衰退。問題的嚴重性，已遠遠超越次按的範圍了。美國政府正在運用財政與金融政策，雙管齊下，希望避免經濟衰退出現。但政策的成敗，仍然存在很多未知數，對各市場（特別是房地產市場）的影響，對信貸緊張狀況的影響，對各金融機構資本壓力的影響等。良好的風險管理安排，仍然是各市場人士優先處理的工作，不能掉以輕心。

5. 我現在就金管局的各工作範圍，向各位議員介紹，我們如何在這個複雜的環境下，履行我們的責任。

### 匯率穩定

6. 在保持匯率穩定的工作上，相信各位議員都記得在去年 10 月底 11 月初，因爲有大量投機性的資金流入，金管局要在強方兌換保證被動地吸納美元和賣出港元，以穩定港元匯價。這個行動是成功的，隨着銀行體系總結餘的擴大和港元同業拆息相對美元同業利息折讓的拉闊，套息活動慢

慢出現，令港元匯率回軟，現貨匯率返回到較接近 7.80 的水平，一年期貨匯率亦回軟，顯示聯繫匯率制度運作良好。

7. 當然，期間港元利率在同業市場無可避免地出現了較大的波動，從與美元利率看齊，變成出現約兩厘的折讓，其後折讓又因新股上市和股票市場交投活躍，對流動資金需求增加而收窄至大約 140 基點。但這些都是同業拆息的短期波動，對零售層面的存貸息率並未帶來同樣的影響。當然，上星期美國聯儲局突然減息四分三厘，在整個港元利率結構上都充分反映出來。

### 貨幣市場狀況

8. 值得一提的是在過去幾個月，貨幣市場出現的一個較特殊的發展和我們的反應。一如圖表顯示，過去幾個月，同業拆息和外匯基金票據孳息間的距離明顯拉闊，由以往長期只有幾十點子的折讓，在去年 12 月一度拉闊至超過 400 點子。經研究後，我們認為引致上述情況的原因有兩個：第一是銀行體系對外匯基金票據這種可作為向金管局貼現流動資金的工具的需求，在股票市場暢旺下大幅上升；第二是各銀行對同業市場所冒的信貸風險有所保留，這可能受到歐美貨幣市場緊張狀況所影響。

9. 我們亦認為這兩個原因中，前者比後者重要。這是可以從市場基礎設施使用量的數據顯示出來的。一方面，

港元即時支付系統的結算量，隨着股市交投暢旺而大幅增加。另一方面，銀行運用手上的外匯基金票據貼現流動資金的使用率亦有上升的趨勢。使用率在去年第四季平均超過 60%，而在每天個別高峯時刻，使用率更會超過 80%。

10. 處理這情況最好的辦法當然是增加外匯基金票據的供應量。但是在貨幣發行局的制度下，作為基礎貨幣一部分的外匯基金票據的增加是要有百分百美元支持的。我們面對的選擇，是將發票據所得的港元去購買所需的美元作支持，或是在貨幣基礎內不同的組成部分作內部轉移，即是將總結餘作出同步和同量的扣減。由於總結餘在 2007 年 10 月底因市場操作而擴大了，我們選擇了後者，將總結餘減少 60 億元用以支付銀行買入的 60 億元票據。這選擇是對的，行動前後的匯率和利率穩定性是有效的見證。

11. 增加 60 億元外匯基金票據供應後，票據的孳息率相對同業拆息的折讓，收窄至大概 100 點子。這個折讓幅度，仍然較正常為多，有可能是因為銀行體系對外匯基金票據的需求仍然殷切，亦有可能是反映銀行在同業市場對同業間的信貸風險仍有保留。餘下的折讓，不論是由於那一個原因引致，都會是我們在未來幾個月在貨幣市場上關注的問題，有需要時我們會作出適當的進一步理順行動。

12. 當然，更重要的是，我們會繼續注意外來因素的轉變對貨幣穩定的影響。現時在我們雷達螢光幕的項目，仍

然集中於三個環節上，就是歐美的次按及信貸危機，內地的宏觀調控和本地的通脹狀況。

### 美國次按與信貸危機

13. 次按在美國所引發的金融經濟問題的發展，關鍵仍然在美國房地產市場的前景。現時美國空置住宅的存量，較正常高出一倍，大約是 9 個月的正常產量。雖然近期產量已大幅減少，但需求亦因房屋價格正在下調而大幅減少。估計需要一段長時間和更多的價格調整才能將供求拉近，並且找到新的平衡點。希望美國的財政措施，較寬鬆的宏觀貨幣環境和幫助供樓人士，特別是針對次按問題的措施，能夠縮短調整過程及減低對房地產價格的下降壓力，使美國經濟能夠軟着陸，從而減低透過貿易渠道而傳導到世界各地貿易伙伴的負面影響。

14. 但經過金融渠道而傳導的影響，將會隨着市場對前景的不同看法、隨着宏觀經濟數據的出現、微觀企業業績的公布及金融機構實際狀況而變動。可以肯定地說，變動的幅度將會是很大的。在市場全球化的環境下，亞洲市場是不可能獨善其身的。過去有市場人士及學者曾經推介一個新興市場與歐美市場間的「分道揚鑣理論」(Decoupling Theory)，以解釋新興金融市場與歐美市場間的不同表現。但我認為在全球化的環境下，「分道揚鑣理論」是很難成立的。短期市況的不同表現，可能只是全球投資資金分布，因不同的消息

而產生的短期一窩蜂形式的調整。而因調整而引發的市場走勢，不同程度上亦似乎確認了調整資金分布的原因，吸引了更大、同方向的資金流動。這種全球化下金融市場的特殊動力，其實是經常帶出另外一種分道揚鑣狀況的——是金融市場與經濟基調間的短期脫節狀況。亦經常為各市場，特別是新興市場帶來大幅波動，為保持貨幣金融的工作加添困難。

15. 我個人的觀察，金融市場的情緒，在最近兩個多月，似乎已經從一廂情願祈求問題自動消失的心態（self-denial），過渡成為一覺醒來接受問題嚴重的心態（awakening）。後果當然是市場大幅下調。與此同時，全球各市場的同步性亦重新出現。近期的市場發展，是令人擔心的。市場情緒好像突然又來一個大轉變，從接受現實變成世界末日的情緒（doomsdayish）。還好，美國聯儲局上星期的突然減息行動，似乎為市場下了一服有效的鎮靜劑。當然，次按及信貸危機是需要時間解決的，但冬天過後，春天一定會來臨的。有良好的風險管理，香港的貨幣金融系統是應該可以抵禦不同形式的金融風暴。良好的風險管理，是建基於對金融風險的充分理解。在這方面，金管局一直以來都有透過不同渠道，為市場和有關人士及機構，提供我們對金融問題上的專業看法和分析，亦向受金管局監管的機構，提供風險管理的指引。

## 內地宏觀調控

16. 同樣值得大家留意的，是內地宏觀調控的行動和影響。香港背靠內地的形勢，大家都很熟悉。內地經濟金融情況，對香港是有重大影響的。

17. 內地的貨幣金融狀況和面對的問題，我在去年 11 月初已經向財經事務委員會作出詳細分析。過去兩個多月來，狀況並未出現基本上的改變，但金融政策力度上已從「適度從緊」提升為「從緊」，以應付正在上升的通脹。期間，人民銀行繼續將存款準備金率提高，以減少銀行體系內的流動資金和信貸增長的源頭。人行亦將貸存利息提高，增加信貸成本以減低信貸增長速度，亦增加存款吸引力，以減低消費為通脹帶來的壓力。

18. 這些在自由市場經濟慣用的金融調控工具，在一個尚未完全市場化的經濟體系所能發揮的功效，可能是有限的。大家都可能留意到，內地有關政策部門亦正在實施行政手段去控制通脹。觀察現時內地的經濟結構，用行政手段去調控經濟是有需要的，而且功效較顯著、快捷。但行政手段是會扭曲資源分配的，最終加重解決問題的成本，代價可能是大的。

19. 另外，行政手段對金融市場的影響是較難預測的。因為遊戲規則的突變，對各行業正常運作的影響，亦難以估計。背靠內地的香港自由市場，是要對這些難以預測的

市場影響，盡量作好準備。在內地進行經濟活動的行業，亦應保持警覺，多了解行政宏調手段有可能為他們帶來的影響，例如資金來源突然停止（而非資金成本上升）的問題，和因此而可能引致無法履行合約的風險。

## 香港的通脹

20. 最近，香港的通脹率出現了較明顯的上升趨勢。扣除減免差餉等的影響後，按年比較，消費物價的上升率已達到百分之三至四。食品價格與租金的上升是通脹上升的主要原因。食品方面，入口來源地本身的價格上升與匯價的影響是主要因素。租金方面，絕大部分是反映私人樓宇的供求情況，與樓價上升的趨勢相配合。

21. 通脹是不受市民大眾歡迎的經濟現象，特別是收入增加追不上通脹的家庭。我知道這個是大家非常關心的問題，亦正在這個問題上作出廣泛的討論。我有幾個觀點提供給大家參考。

22. 第一，香港是一個極向外型的經濟體系，外貿量是生產總值的三倍。香港沒有本地資源，差不多所有日用品和生產器材都從進口而來，所以長期來說香港的通脹率是很難與全球，特別是進口來源地的通脹率有大距離的。現時香港的最大兩個貿易伙伴（內地與美國）的通脹率分別是接近7%和4%，都比香港的通脹率高。



23. 第二，價格上漲是經濟蓬勃的一個必然現象，雖然蓬勃的經濟環節，如金融和地產，不一定是惠及廣大市民的，因為這兩個行業與其他行業之間的滲透度可能不太廣泛。要紓緩通脹，如果從整體需求方面着手，便是要壓抑整體需求去冷卻經濟，這不一定受有關人士歡迎。況且，香港的房地產市場，經過 98-03 年五年的大調整，現在正隨着過去 4 年的持續經濟復甦而回復生氣，大部分小業主都可以和負資產正式說聲再見，他們的境況，也是值得關心的。另外，蓬勃的金融業，是保持香港國際金融中心地位的關鍵，亦不宜加以壓抑。

24. 第三，若要從供應方面着手以紓緩通脹壓力，大家亦要充分考慮香港的特殊經濟結構。除各服務行業外，香港製造的消費項目少之又少。所以，供應方面的措施便只可以從土地和勞動力兩個生產元素處着眼。土地（包括房地產）的供應，我不是專家，不能提供有建設性的意見。勞動力方面，研究顯示生產力的持續增長，是近年來全球低通脹的主因之一，而生產力的增長是有賴近年來資訊科技的發達和普及運用所致。其實，近期失業率的下降和預期工資的上升在自由市場環境下自然會造成誘因，引發各行業增加資訊科技上的投資，令生產力的增長能夠持續下去，抵銷部分加價的壓力。

25. 第四，有經濟理論說通脹是純金融的現象，反映太多剩餘資金追逐有限的商品。在一個細小而對外開放的經

濟體系，這個理論的實現空間較少。雖然大部分服務（非貿易消費項目）的供應是有限的，但貿易商品的供應是全球化的，也可以說是無限的。相對於全球的商品需求，小小的香港內部需求是不可能影響貿易商品的國際價格水平的，所以，在固定匯率之下，運用金融手段以壓抑通脹的空間是小的。

26. 第五，相對外向程度較低的經濟體系，在香港，貨幣的匯價對通脹的影響可能比較大。但近期因美元疲弱而令港元兌其他貨幣匯價下降，並非通脹主要成因。本港經濟持續向好，失業率持續下降，內部需求強勁，令非貿易的消費項目價格顯著上升，加上貿易商品來源地本身的較高通脹，可能是更主要的成因。

### 銀行體系

27. 接着下來，讓我簡單向各位匯報香港銀行體系的狀況。歐美次按及信貸危機，充分表明銀行資本充足的重要性。近年來本港銀行資本充足率有輕微下降的趨勢，可能是受到股東要求更高回報的壓力所影響。有效運用資本當然對股東是重要，但保持資本寬裕，從容應付突發事件，保持客戶對銀行的信心，亦是符合股東長遠利益的。香港本地銀行的資本充足率，在去年實施新資本協議之後，平均資本充足率仍然有 13.6%，仍然遠超法定最低水平的 8%。

28. 銀行流動資金亦保持非常充裕，但如我剛才所說，在資本市場交投量大幅上升下，銀行對具超級流動性的外匯基金票據的需求亦大幅上升。有需要將不同流動性的金融工具互相替換，以增加同業市場結算效率。增加外匯基金票據對達到這目的已經有很大的幫助。

29. 因為經濟蓬勃的關係，銀行存貸息差最近有顯著的回升，資產質素亦保持良好，負資產按揭已成過去的問題。次按危機對香港銀行業整體未造成系統性問題，但對個別銀行的盈利則造成不同程度影響。從監管的角度來看，我鼓勵銀行用保守的態度，為受次按危機影響的資產作充足的撥備與撇帳，盡量令問題成為過去。但我理解銀行是面對缺乏準確估價的困難，亦受保障股東的會計制度所限。可惜，歐美銀行的情況顯示，「啣牙膏」式的撇帳與撥備，是會對銀行的信心有負面影響的。此外，面對由次按所引起的市場及經濟波動，極有可能令資產質素變壞，我希望銀行在貸款方面遵守審慎原則。

30. 我在上次向財經事務委員會匯報時曾經向各位透露說要居安思危，為銀行體系和金管局在監管銀行工作安排上作一個身體檢查，我很高興得到議員與銀行界的支持，及簡達恆先生同意充擔顧問。有關工作已經開始並希望可以在第二季度完成。

31. 另外，金管局在銀行監管，銀行政策及銀行業務發展上的各項工作都進度良好，例如擴大商業信貸資料共用範圍和防洗黑錢的工作方面。

### 金融市場基礎設施

32. 現在向大家匯報金管局在金融基礎設施上的工作。香港的金融基礎設施正朝着地區化的方向發展，有希望成為亞洲時區的支付結算樞紐，進一步強化香港國際金融中心地位。

33. 具體工作方面，在去年 12 月我們成功引進一個外匯基金票據的電子交易系統。另外，我們正在將各貨幣的即時支付系統的技術平台，改為開放形式運行，以便利外地金融機構使用。由金管局負責操作的港元即時支付系統，保持暢順運作。去年每天的平均結算量，是 8,794 億，比 2006 年平均每天的 5,785 億，增加了 52%。結算量的快速增長，當然是反映本港金融市場的活躍程度。令人鼓舞的是，我們的港元即時支付系統仍然能夠有效處理。同時，我們亦能適時推出各種輔助措施，以紓緩在高峰期的結算壓力。

34. 金管局在支付結算系統上的工作，是受一個獨立的，根據《結算及交收系統條例》成立的「程序委員會」監察的。委員會每年均向財政司司長遞交報告，而報告亦是公開的。

## 香港國際金融中心地位

35. 在保持香港國際金融中心地位的工作，金管局擔當一個輔助特區政府達成政策目標的角色。相信大家都留意到近年來，特別是在 2006 年國家公開十一五規劃以來，特區政府正大力推動進一步發展內地與香港兩個金融體系的互助、互補和互動的「三互」關係，和鞏固並發揮香港國際金融中心的地位和作用。金管局正積極參與這方面的工作，協助設計策略及發展和推動具體建議。2007 年高峰會在金融發展範圍的 80 個行動綱領，是這項重要工作的藍本。

36. 目前，在具體建議上正在努力推動的包括，在人民幣業務方面：討論較為成熟的是容許引入人民幣作為兩地的貿易結算的貨幣，擴大人民幣債券的總額度以及容許更多不同類別的金融機構來港發債；下一步需要研究的，包括一些業界也有提出過的訴求，例如，容許香港銀行在香港收取人民幣存款後可調撥往內地運用，容許香港商戶更好地運用香港銀行提供的各種人民幣業務等。另外，我們繼續和內地積極探討安排內地資金有序流出的途徑和發展兩地資本市場互動關係的各種建議。在香港這一邊，大部分前期準備工作已經完成，但內地仍有很多方面的政策考慮，進度亦可能受全球金融現時的緊張狀況所影響。

## 外匯基金

37. 最後向各位議員匯報的是外匯基金的投資管理工作。去年破紀錄的業績在上星期已公布了，在這裡我不再重複。但今年的投資環境，肯定是非常困難的。雖然為時尚早，環球股市踏入今年出現大幅下調，定會影響今年外匯基金的投資收入。但容許我重申一點，衡量外匯基金投資管理效率的客觀準則，是外匯基金諮詢委員會定下的基準投資組合回報率和實際回報率的比較。後者高於前者是良好表現的顯示。外匯基金諮詢委員會制定基準投資組合以來，金管局所能達到的實際回報率都比基準投資組合回報率為高。例如去年是高了 126 點子。管理約 14,000 億元的基金，多賺了 126 點子，是多賺了 176 億元。我當然希望 2008 年仍然可以保持以這個客觀辦法計算的超標紀錄，但投資收入的絕對金額，不可能是每年都是數百億或過千億的，希望大家理解，亦希望大家對金管局的工作能力，保持信心。

38. 主席，金管局的工作的匯報到此為止。我和三位負責不同工作範疇的同事樂意回答各位議員就這些工作範圍的有關提問。但接受提問前，我還想表達一個令我較擔心的問題。金融市場近年來的活躍情況，對金管局的人事實在造成一點壓力。人手流失滲透整個機構，特別在市場和銀行業務有關的部門，其中當然包括外匯基金投資管理部門。但令我覺得安慰的是，金管局各同事在龐大的工作壓力之下，仍然保持高度專業精神，把工作做到最好，外匯基金去年的

投資收入和其他工作環節上成績，是有目共睹的。我會要求管治委員會依照既定的機制研究及處理這個人手問題。