

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4月28日

引言

1. 主席、各位議員，相信大家都留意到，在過去差不多一年的時間內，我向財經事務委員會匯報金管局工作的時候，都特地對起源於美國次按市場的金融危機，提供詳細的分析。目的當然是希望能夠藉此，增加市場參與者對他們所面對的風險的了解，並提升他們審慎管理風險的意識，從而協助維持香港的貨幣金融穩定。

2. 美國次按市場引發的金融危機，現時並未完全過去。在金融危機下出現的信貸緊縮，已為美國經濟帶來明顯的負面影響。但可幸的是香港的貨幣金融體系能夠在這個惡劣環境下保持健全，並未出現任何系統性的問題。當然，金融市場出現了大幅波動，特別是股票市場出現了大幅的下調，令市場風險大大提高，為投資者帶來一定壓力，但波動和調整是金融市場在全球化下的特色，正如我過去不斷指出，審慎管理有關風險，是每一個投資者都應該設法做到的。

信貸危機

3. 經過多月來，各國金融管理當局在國際與本土層面上的努力，美國次按市場在歐美各地引發的信貸危機，踏入第二季度看來有開始穩定下來的跡象。風險溢價在第一季被恐慌性地推至歷史高位後漸漸回落。各金融機構，在監管當局鼓勵和協助下，積極作出撇帳、撥備，增加問題資產的透明度和補充資本。這些果斷的行動，有助改善他們的財政狀況，穩定信貸市場的信心。

4. 但現時歐美信貸市場的整體情況，與正常情況尚有一段距離。這可從幾方面可見：

5. 第一，聯儲局仍然需要在貨幣市場不斷提供大量流動資金，亦大大放寬了可接受抵押品的種類和信貸評級，加長提供流動資金的期限和打破傳統地為非銀行金融機構伸出援手，甚至甘願去冒道德風險，參與救亡行動，以維持金融秩序。在歐洲，英倫銀行與歐洲中央銀行亦有相同性質的行動。

6. 第二，債券市場一些重要環節，如證券化活動，特別是按揭證券，仍然陷於低迷狀態，影響資金融通經債券市場渠道的暢順運作。

7. 第三，銀行體系因次按帶出的各種問題，亦正處於迴避風險和減低槓杆的運作心態。雖然信貸價格（即利率）在聯儲局多番減息下，正處於甚低水平，甚至有可能繼續下降，但經銀行渠道提供的信貸供應仍然緊絀。

8. 第四，信貸危機亦影響股票市場的表現和新股上市集資活動。

9. 第五，因為各資金融通渠道的功能受到不同程度的影響，為經濟和資產價格帶來壓力，令信貸緊縮的狀況從金融行業擴散至整體經濟，增加經濟衰退的可能性。

10. 第六，在富關鍵性的美國房地產市場，供求有明顯失衡，物業價格有繼續下調的跡象，增加各種按揭斷供率¹的上升壓力，和影響與按揭（不只限於次按）有關的金融資產質素，如銀行仍然持有的按揭貸款和相關的結構性產品，可能為金融機構的財政狀況帶來新一輪的壓力。

11. 鑑於信貸與經濟的相連關係，整體情況要得到改善，看來仍需要一段時間。還好的是信貸危機發展到現時的地步，再出現具爆炸性和高破壞力的金融問題的可能性，應該是較低的。而中長期需要處理的結構性問題，經詳細研究後已初步達成國際共識，多項改革方案亦陸續出台。當中以《金融穩定論壇》的建議較為全面，這些建議已為七國集團

¹ 2007年第四季，美國按揭貸款的斷供率（即逾期還款超過90天的貸款的比率）達3.62%，其中次按的斷供率達14.4%，而「可調整息率的次按」的斷供率更高達20%。香港按揭貸款的斷供率的高峰是在2001年4月錄得的1.43%。

所接受，並同意付諸實行。七國集團認為建議會有助強化全球金融體系和加強對各金融市場正常運作的信心。

12. 《金融穩定論壇》的建議分五個主要部分，分別是：

第一，加強對資本充足、流動資金和風險管理的監管；

第二，提高各金融活動的透明度和改善對複雜金融工具的合理估價機制；

第三，改善評級機構的功能和作用；

第四，加強監管當局對風險的應變能力；和

第五，實施有效的安排，處理金融系統受壓時出現的問題。

13. 作為《金融穩定論壇》的成員，香港金融管理局對這些建議是支持的。作為參加論壇的代表，我在討論期間對信貸危機的因果和處理辦法提出分析和意見，這些意見我亦曾公開表達。基本上，我歡迎以證券化將信貸風險轉移到能夠承受風險的人手上。但可惜的是，這類金融創新往往在自由市場環境下，將產生市場力量的誘因扭曲，例如令信貸審批標準下降，令大量金融次貨在金融體系出現，並在市場全球化的影響下，將金融次貨出口到世界各地，這不但為製

造金融次貨的起源地。，也為全球的金融系統種下結構性禍根。

14. 有幸香港金融體系並不存在這種結構性問題。在金管局和銀行體系良好合作下，金融機構一直維持審慎的信貸批核標準。雖然偶然有金融機構在競爭壓力下採取一些較「新穎」的商業安排，但都是個別事件，並已適時處理好。當然，在香港利用證券化安排將信貸風險轉移的活動規模雖然較少，而且證券化業務，在按揭證券公司審慎帶頭之下，是比較規範，並未、亦不應該令金融市場上產生誘因的扭曲和相關的結構性問題。

15. 對於《金融穩定論壇》的各種建議，金管局已經第一時間作出深入研究，在大部分與金管局工作有關的建議上已經有一個立場，並且在特區政府的《金融穩定委員會》上，與其他監管機構保持良好的溝通，推動有關的改革。在個別認為有需要實行的建議上，會經過既定的渠道，先諮詢後推出。改革是持續性的行動，況且尚有很多問題，如流動資金的風險管理和證券化活動的資本充足要求，細節上仍然要在巴塞爾委員會旗下的工作小組討論，以達致國際共識。金管局亦會繼續積極參與各個國際金融機構和委員會就這些課題所作的討論和工作，盡量爭取合適香港和對國際金融穩定有幫助的安排。

16. 各位議員，歐美的信貸危機，直接與間接地將香港的金融環境，變得非常複雜，不單金融市場產生大幅波

動，貨幣環境亦要隨着美元貶值和美元利息下調變得較寬鬆。另外，雖然匯率與利率水平並非引起當前通脹上升的主因，但亦為消費物價和資產價格帶來一定的鼓勵作用。接着下來，我向財經事務委員會匯報金管局其他工作的同時，亦會為各個金融問題提供分析。希望有助各行業處理未來一段較困難的時間內可能出現的金融風險。

匯率穩定

17. 香港特區政府財政司司長定下的貨幣政策目標，是非常清楚的，是在聯繫匯率制度下 1 美元兌 7.8 港元匯價的穩定。聯匯制度實行了四分之一個世紀，在變幻莫測的國際金融環境下，長期為港元匯價建立一個穩定的基礎，為極向外型的香港經濟體系提供了一個穩定的營商條件。短暫的及在特殊情況下出現的矛盾，例如美國貨幣政策與香港的宏觀經濟間中出現不協調，是不足以構成改變長遠貨幣政策的理據。況且，美國經濟的放緩或衰退，遲早會經貿易和其他經濟渠道，為美國的貿易伙伴帶來負面影響。所以，相信有關的不協調情況是不會持久的。

18. 市場對特區政府維持聯匯制度是有高度信心的。所以，儘管短期美元疲弱，人民幣升值，本地通脹上升，港元匯價的穩定亦未見受到影響。自從我在三個月前向財經事務委員會匯報以來，港元匯價都穩定於兌換保證範圍之內，期間金管局亦不用在市場進行操作。當然，為了妥善管理市

場預期，我們就市場上對聯匯制度的各種評論，在有需要時會作出適當的回應，並就國際金融局勢的變化提供宏觀分析。

19. 港元匯率的穩定，當然是反映現貨市場上港元兌換美元的供求平衡。但這並非表示一切正常的。其實，在非銀行體系內的港元供求狀況，是有受剛才提及的各項因素影響的。亦有投機港元脫鈎升值的活動在期貨市場上出現，令港元利息相對美元利息出現一點折讓，二年期匯率期貨的折讓從三個月前的 800 點子左右，拉闊至約 1100 點子。但對聯匯制度有信心的套息活動隨即出現，抵銷大部分投機升值盤，令匯率期貨穩定下來。

20. 金管局會保持警覺，監察外匯市場活動，繼續管理市場預期，在異常複雜的金融環境下，保持匯率穩定。

通脹問題

21. 在固定匯率制度下，金融管理當局是沒有空間運用貨幣政策工具去控制通脹的。這一點相信大家都非常清楚。最近本港通脹率有明顯上升的趨勢，有部分人士將通脹上升歸咎於聯匯制度，認為港元隨着美元貶值，入口價格因匯率疲弱而上升。在這個問題上我已多次發表過意見，並且提供金管局有關的研究報告，指明匯價並非現時通脹上升的

主因，在這裏我不再作詳細分析，只想提出幾個關鍵的觀點，希望大家在討論通脹問題時作參考。

22. 第一，現時通脹上升是一個全球性的問題，其中一個主要原因是部分糧食的供求失衡，特別是受發展生化能源而直接或間接受影響的糧食。香港是一個極為外向型的經濟體系，絕無可能獨善其身。環顧世界各地經濟體系，不論是採用浮動匯率或固定匯率的，都正在受到不同程度的影響。

23. 第二，亦因為香港是極為外向型的經濟體系，從匯價傳導至消費物價的系數，當然比較內向型的經濟體系為高，但研究顯示各傳導系數其實是比想像低。例如美元兌其他貨幣下跌百分之十才令本港短期通脹年率上升 0.8 個百分點和中長期上升 1.6 個百分點。又如人民幣兌美元上升百分之十，才令本港短期通脹年率上升 0.4 個百分點。

24. 第三，本港現時的通脹大部分是內部因素所引起的，當中包括租金上升。此外，本港經濟持續向好，失業率持續處於低水平，內部需求強勁亦是構成通脹的成因。單位勞動成本從去年開始回升，令生產成本上升亦令通脹上升。然而，我希望生產力能夠保持較快的增長，可以有助減低通脹壓力。

25. 第四，大家不要忘記，用貨幣政策工具控制通脹是有代價的，包括放棄得來不易二十五年的匯率穩定，包括

需要將利率提升以壓抑消費，增加供樓負擔和各經濟活動的融資成本，壓抑整體需求，減低就業機會。這是大家要留意的。

26. 第五，香港兩個最大貿易伙伴，一個正在加強宏觀調控，為過熱經濟降溫，並壓抑通脹，另一個正在受信貸危機困擾，面臨經濟衰退，兩方面的發展都加深香港整體需求增長放緩的預期，可望減低通脹壓力。

銀行體系

27. 接著下來，我向各位匯報香港銀行體系的狀況。風險為本的監管，審慎的經營，充足的資本和充裕的流動資金，令本港銀行業能夠較從容地應付美國次按危機引發歐美信貸危機所帶出的問題。當然，在危機尚未完全過去的情況下，本港銀行仍然有需要處理受危機影響的資產。但可以肯定的說，本港銀行業並沒有因次按危機而產生系統性問題，而個別銀行亦有能力處理本身個別的問題，因此，香港銀行體系是健全的。

28. 這次美國的次按危機，帶出了多個銀行監管的課題，巴塞爾委員會將會積極研究和尋求改善辦法。金管局會在不同層面參與討論。香港作為國際金融中心，我們的貨幣金融穩定，是與國際金融狀況息息相關的，有需要積極表達意見。我們的立場是清晰的，包括：

29. 第一，已經在香港和部分已發展地區實施的巴塞爾委員會新資本協議，是能夠提供合適的風險為本的架構，解決當前的問題，所以應繼續推動和積極地在全球實施。

30. 第二，新資本協議也有具體不足之處，需要作出適當調整，例如是否需要提高與結構性產品和資產負債表外活動有關的資本要求。

31. 第三，以證券化形式轉移信貸風險的金融創新是值得支持的，因為理論上可以更有效配對不同的借款人的信貸風險和不同投資者的風險胃口，增加資金融通效率。但要留意創新過程中有可能產生各種「誘因的扭曲」，因為中介人的「私利」與提升金融效率的「公利」，最低限度在短期而言可能會有一定的衝突。扭曲了誘因往往是會為金融系統埋下結構性問題，例如在美國按揭業務上發生了的蠶食信貸審批標準的現象。所以，監管當局的工作一向是要與金融創新同步發展，有需要時是要堅持監管立場，例如香港的七成按揭貸款，以防止金融系統出現結構性問題。

32. 第四，流動資金的風險管理，在個別銀行層面與系統層面的穩定至為重要，特別是當受到突如其來的各種內外震盪的時候。金管局的銀行監管工作一向極為重視這個課題。金管局不時就個別銀行的流動資金風險管理系統的健全性，備用流動資金安排的充足性，最後貸款人機制的有效性等作出檢討，再加上存保制度的實施，定期的壓力測試，流動資金風險在香港應不是一個問題。但在市場及金融機構全

球化的影響下，這種風險的國際傳染性是存在的，特別是從國際金融中心的角度來看。所以，我們有需要積極推動在監管手段上達成國際共識。

33. 第五，我們支持銀行提高透明度，以便市場有效監察，包括利用前瞻性的披露和撥備方式，增進市場對銀行財政狀況適時的了解。但我們亦理解到現時國際會計準則是強調過去式，定點披露的準確性，並不一定容許在會計表中作前瞻性的撥備。這個矛盾是需要解決的，希望國際會計界和巴塞爾委員會能夠在這個問題上盡快達成國際共識。期間，我們在香港的折衷辦法，是要求銀行前瞻性地撥出「監管儲備」(regulatory reserve)，以處理報表日期後已知或預期的發展。

34. 另外，簡達恆先生為金管局如何保持銀行體系健全的工作上的顧問研究，進展良好，報告預期可以在年中完成。顧問亦認為有需要參考英美兩地及其他國際機構，就次按引發出的問題提出的改革建議。在收到報告後，我們會作出認真研究，並對報告的建議作出回應。

35. 至於銀行業在過去三個月的其他發展，大致上正常。值得一提的是人民幣存款的快速增長，和相關的跨境開設戶口的安排。這主要受到港元息低，市場預期人民幣匯價上升和香港股市下調等因素所影響。所以在今年第一季，在香港的人民幣存款增加了 72%至 3 月底的 576 億。這只是香港銀行總存款量的 1.1%或港元總存款量的 2.2%，不會為港元

的地位構成影響。事實上，香港參加人民幣業務的銀行根據人民幣清算協議的規定，只可以向香港居民每戶每日兌換 2 萬元人民幣，所以香港居民對人民幣作為儲蓄貨幣的需求是受到一定限制的，不會亦不見到對港元匯率有任何影響。同時，無論新增人民幣存款的來源是客戶自有的還是新兌換的人民幣，有關資金存入香港銀行後均會通過清算行轉存到人民銀行深圳市中心支行，因此並不會直接投放到內地的金融體系。換言之，香港人民幣存款的增減，與一般的外匯結匯不同，不會對內地的貨幣供應增添額外的壓力，並不需要另作沖銷。

36. 最近因在內地人民幣的存款利率和在香港人民幣或港幣的存款利率的差距擴大，令在內地存放人民幣存款比在香港更見吸引，所以有些香港居民也在內地開立人民幣存款戶口。從匯款數字看來，香港居民在內地的人民幣存款量不多，每個月十多億元人民幣的匯入，過去幾個月平均約為內地人民幣存款增加量的千分之二，不會為內地的貨幣管理帶來壓力。發展香港的人民幣業務，是內地逐步實現人民幣資本項目可兌換的良好實驗，在自由市場環境下所得到的市場訊息是改革開放的寶貴資料。

37. 但無論如何，金管局要求本港銀行在有關業務的操作中會嚴格遵守各項人民幣清算協議的規定，如果協助客戶在內地開設賬戶，必須審慎地確保同時符合香港和內地的相關法律法規，亦必須向客戶清楚解釋有關存款安排所面對

的限制及風險，例如將來把存款匯回香港時需要面對的限制及匯率風險等。個別銀行有需要時應考慮就其有關的具體服務流程徵求內地有關部門的意見。

38. 最近，金管局表明對有銀行提供或參與，於一定期限內「免供本」的優惠按揭的監管立場，引起了廣泛注意。可能有部分人認為只要銀行遵守七成按揭的上限，金管局是不需要理會整個按揭貸款的具體安排。我們不同意這個看法。首先，我們不希望在香港見到有次按出現。在金管局的能力範圍內，我們亦不容許銀行參與提供次按，儘管銀行只是冒有關按揭七成的風險。美國的次按危機為我們提供充份的理據堅持這個政策。金融創新理論上是可以將額外次按的風險轉移到銀行體系以外，但美國的經驗表明，當金融體系受壓的時候，額外的風險是有可能毫無選擇地回歸到銀行體系之內的。再者，「免供本」的按揭貸款會吸引供款能力不足的買家，短期內確是對置業和樓宇銷售有鼓勵作用，但長期是會將樓市的周期波幅擴大，因為在市場逆轉的時候，斷供率會變得較高，銀主盤的數量會較多，負資產的情況會較壞，影響銀行體系的穩定。金管局這個監管立場，與樓市現況完全拉不上關係，金管局是不會、亦不應公開評論樓市的。

39. 另外，就網上銀行發展方面，本港的網上銀行服務的使用率在過去數年持續穩健增長。為加強網上銀行的保安措施，銀行界在 2005 年中推出了網上銀行的雙重認證，措施出台後，詐騙個案大幅減少。為進一步加強網上銀行的安全性，金管局於 2007 年下半年亦要求銀行提供以手機短

訊通知客戶有關網上銀行高風險交易詳情的服務，使客戶能更容易察覺未獲授權的網上銀行交易。然而，據我們從海外監管機構及本地銀行了解，發現近期在世界各地區的欺詐電子郵件及偽冒銀行網站的數目有上升的趨勢。在一些個案當中，更發現個別客戶曾經在欺詐網站提供其個人機密資料，例如用戶名稱、身分證號碼、甚至包括密碼。為確保香港繼續享用便捷和安全的網上銀行服務，我希望藉此機會提醒市民，不要隨便向第三者，包括通過電子郵件或超連結所連接的網站，提供個人的機密資料。而銀行亦不會透過電子郵件或電話，要求客戶提供其密碼或戶口資料。市民亦應在其電腦上安裝防病毒及個人防火牆等的保安軟件，並使用上述銀行提供以手機短訊通知客戶有關網上銀行高風險交易詳情的保安措施，及不時留意和核對交易記錄。

40. 主席，各位議員，因為時間關係，容許今次我將匯報金管局在協助特區政府保持香港的國際金融中心地位和發展市場基礎設施上的工作的部分跳過。另外，金管局的最新年報已於4月18日出版，並且於當日送到立法會秘書處，分派給各位議員。如果大家在這些課題有問題的話，我樂意回答。

外匯基金

41. 最後向各位議員匯報的是外匯基金的投資管理工作。在今年一月底向財經事務委員會匯報的時候，我已表明

2008 年的投資環境是甚為困難的，並指出踏入 2008 年環球股市出現的大幅下調，將會影響今年外匯基金的投資收入。外匯基金在 2007 年錄得破紀錄 1,422 億的投資收入²後，2008 年首季，錄得 146 億元的投資虧損。

42. 2008 年首季的投資虧損，主要涉及投資香港及海外股票市場的虧損，分別為 300 億及 224 億。幸好，我們在外匯及債券市場的投資收入分別為 122 億與 256 億，抵銷了部分股票投資的損失。首季 146 億的虧損，與外匯基金約一萬五千億總資產比較，是少於百分之一，顯示外匯基金較保守的投資策略，可有效減低在一個市場極度波動的環境下，對整體投資收益的負面影響。

43. 外匯基金在 2008 年首季的投資虧損，是不會影響財政儲備存放在外匯基金的回報的。相信大家都記得，經詳細考慮後，上任財政司司長已將財政儲備與外匯基金間的分帳安排在 2007 年 4 月開始改為一個收費安排，收費率是用外匯基金內的投資組合的 6 年移動平均回報率計算。今年是用 2002 年至 2007 年的 6 年。因為已除去的 2001 年的低回報而加入 2007 年的高回報，所以新的 6 年平均回報率亦提升至 9.4%，全年費用預算是超過 400 億。不論外匯基金投資組合的實際回報率是多少，這個費用也得支付，所以財政收入因而會較穩定和能更準確地作出預算。

² 投資收入並不包括外匯基金策略性持有港交所股票的價格變動。

44. 各位，外匯基金的投資目標的釐定，是基於外匯基金的法定用途，而外匯基金為達致這些目標所採用的視野及所訂立的投資策略均是長期的。因此，在金融市場大幅波動的環境下，短期出現投資虧損是大有可能的。希望大家可以理解。正因如此，財政儲備的收益已經由一個較「短期」的每年分賬安排演化為一個較「長期」的6年移動平均回報安排。我希望大家亦可以同樣地以一個較長遠的視野去看外匯基金的回報。我們當然會繼續將投資管理的工作依照外匯基金諮詢委員會批准的策略，做到最好。

45. 主席，金管局工作的匯報到此為止。我和三位副總裁樂意回答各位議員就這些工作範圍的有關的提問。