

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

2007年11月8日

引言

1. 自從上次在今年六月向財經事務委員會匯報金融管理局的工作以來，我發現可以影響香港貨幣金融穩定的外圍因素，出現了一些令人不安的變化，為貨幣金融穩定帶來較大的風險。雖然，過去五個月香港的貨幣金融狀況繼續保持基本穩定，結構健全，但相信大家可觀察到，本港金融市場的個別環節亦出現了大幅波動。我認為這些價格上的波動是市場供求力量，在不斷轉變的外圍情況下出現的互動反應，大致是正常的。

2. 本港金融市場，特別是股票市場，在過去短短五個月的波動，是亞洲金融風暴以來最大的。香港的貨幣金融體系，在這些複雜的外圍因素影響下，仍然能夠正常運作，實在令人鼓舞。但我們亦需理解，過去五個月來，香港股票市場出現一個強勁的上升趨勢，在這個牛市的環境下結構性問題一般不會出現，但牛市卻是預防結構性問題出現的關鍵時刻。我提醒各市場參與者，不論是投資者、金融中介者、

提供資金的機構，提供和管理金融基礎設施，包括交易結算平台的機構，和監管當局，在市場暢旺，財源廣進的時間，不要忘記提高警覺，充分了解和審慎管理好風險，做足防禦措施。

### 次按危機

3. 我剛才說，過去幾個月外圍因素出現了一些令人不安的變化，為香港的貨幣金融穩定帶來較大的風險。其中值得大家關注的，是起源於美國的次按危機。用「危機」兩個字，不是我危言聳聽，而是歐美市場對次按問題嚴重性的共識。

4. 次按問題是相當複雜的，不能用三言兩語去解釋清楚，有需要將相關的環節過濾和簡化。**次級按揭**，顧名思義是向還款能力有懷疑的人提供的按揭貸款。**貸款**，包括按揭貸款，在金融術語上是金融產品或資產的一種。所以，用些較通俗和易明的字眼來形容，次按其實是金融產品中的「次貨」。

5. 當房地產價格不斷上升的時候，還款能力有懷疑的按揭借款人的供樓能力是還可以的，因為當樓價升高了一點，可以加按，把所得的款項用來供樓，所以斷供率不高。在流動資金充裕的環境下，「次貨」因此變成高回報，低風險的「搶手貨」。其實，直接製造「次貨」或提供資金給旗

下專門店製造「次貨」的金融機構，對有關風險並非視若無睹的。只是證券化在先進金融體系非常普及，容許次貨在短時間內流轉到第三者手上。風險有效轉移到能承受風險的投資者手上，當然是一個有效率的金融體系的功能，理論上這種金融創新是可以促進金融穩定的。但問題是，透過證券化安排的信貸風險轉移過程，卻扭曲了製造次按的金融機構或專門店在提供這種服務時面對的誘因，扭曲了盈利與風險間之關係，因而削弱了這些機構製造金融產品時應有的專業水平。它們只求將生產線的運行速度加快，爭取薄利多銷，將應有和合理的風險溢價壓縮至歷史低水平。

6. 更甚的，就是在「次貨」轉移至第三者手上後，金融創新的動力持續發揮功效，將次按「拆骨」，改頭換面，並混入其他金融產品，經包裝後成為一些組合式的金融產品，叫「有抵押債券」或統稱「結構性產品」。為了吸引投資者的興趣，和令他們對相關的風險安心，製造這些「結構性產品」的金融機構會採用一些複雜結構，滿足信貸評級公司給予高評級的要求，從而為「結構性產品」取得高評級。

7. 含有次按的結構性產品，經這個複雜而轉折的過程，到了不同的投資者手上，包括機構投資者，銀行本身，亦有高槓杆但透明度極低的對沖基金。試問，投資這些對沖基金的投資者，可知道他們正在買入「次貨」呢？

8. 因此，在金融市場全球化的影響下，部份次按在不知不覺間從美國出口到世界各地，亦將次按帶來的金融風險全球化。

9. 今年上半年，美國房地產市場變得淡靜，樓價停止上升，在個別地區更有下調。房地產價格下調令次按斷供率急速上升，隨之而來的，是和次按有關的有抵押債券的價格和評級亦大幅下調，為金融市場帶來衝擊。整個有抵押債券市場和相關的有抵押商業票據市場，好像被「急凍」一樣，變成無價無市，全無流動性。大量金融資產無法以市價計算，亦不能作出合理撇帳。

10. 首當其衝的是以高槓杆形式大量投資於有抵押債券的對沖基金，繼而是被懷疑可能有涉及相關風險的金融機構和基金。接着，有很多製造次按的專門店都要關門，令到向他們提供資金或備用信貸的銀行要將用來做抵押的次按吸納到他們的資產負債表上，俗語說是「揩上身」了。

11. 金融創新的證券化安排，其中一個誘因是可以令銀行以有限的資本做多一點生意，賺多一點錢，收多一點金融工具生產線上的費用。但當次按賣了出去之後，又要重新揩上身，就叫「次貨」回收吧，是會為銀行的資本充足率帶來一定的壓力。在資產質素變差和資本充足率受壓的雙重影響下，銀行間的互信，特別是對同業信貸的風險，受到負面影響，令銀行同業市場突然出現緊張。銀行有流動資金但不願放出，流動資金不足的銀行變得借貸無門，他們若向中央

銀行求救又擔心有聲譽風險，結果令貨幣市場利息大幅上升，最終要中央銀行主動為銀行體系提供流動資金。

12. 在中央銀行方面，為銀行體系提供流動資金或為個別銀行提供最後貸款，雖然是中央銀行的基本功能之一，但當中會涉及道德風險。商業銀行犯的錯誤，好像要由中央銀行用公帑代為承擔。亦有個別中央銀行對這方面做法有所保留，與銀行監管當局有所爭論，令本來是一個同業市場批發層面的流動資金問題，演變成為零售層面存戶對銀行信心的問題，在英國出現了銀行擠提便是例子。

13. 另外，大家亦一定留意到，美國聯儲局在九月的公開市場委員會會議，特別地利用貨幣政策工具，將聯邦基金目標利率減半厘，為貨幣市場注入鎮定劑。這項特殊的行動，為貨幣市場起了一些舒緩作用，亦從而希望將信貸緊縮對經濟持續增長的負面影響減低。剛在十月底的會議，因經濟仍有可能放緩的理由，聯儲局又再減息四分之一厘，然而，這些減息行動可能為正在上升的通脹帶來刺激的作用。

14. 雖然經過兩次減息，美國聯儲局仍需持續地在貨幣市場注入流動資金，舒緩貨幣市場緊張的狀況，顯示因次按而產生的各種金融問題，仍然困擾着銀行體系，這情況亦在多間美資銀行最近的業績中反映出來。情況如果持續下去，令一般信貸供應受更大的影響，將會進一步令房地產價格受壓和影響消費與及宏觀經濟前景的。

15. 次按危機的進一步演變，向好向壞，仍然有待觀察。暫時可以慶幸的，是香港金融體系只是受到市場波動的影響，並無系統性問題出現。暫時可以希望的，是香港金融體系保持穩健，繼續不受威脅。當然大家亦不能掉以輕心，要繼續留意相關的發展。

16. 香港的銀行體系，雖然競爭激烈，但競爭力量並未構成誘因，促使銀行去製造金融「次貨」產品。原因有幾個：第一，它們資本充足率高，沒有太大壓力要推動證券化和「製造與快速銷售」的運作模式。第二，在七成按揭風險指引和其他風險管理的監管政策下，香港銀行體系不會提供次按貸款。第三，雖然按揭證券公司是願意向銀行購買按揭，從而為它們提供流動資金，但按揭證券公司的購買條件是非常審慎的，不會扭曲銀行做正常按揭業務的誘因。第四，香港家庭儲蓄率高，金融風暴後幾年長的時間，因房地產價格大幅下調，引起的負資產問題都捱過了，斷供的情況並不普遍。

17. 當然，香港個別銀行亦有運用它們的流動資金，在歐美市場購買與次按有關的有抵押債券而錄得虧損。但據我們了解，有關的數量很少，未對個別銀行造成困難。

18. 另外，歐美貨幣市場的緊張狀況，亦為香港貨幣市場帶來短暫的波動，但很快便回復正常。

19. 次按危機亦令香港的宏觀經濟金融狀況產生一些矛盾，無可避免地要承受美國減息對經濟的刺激。但這是港元匯率穩定的代價。偶然和短暫地美國貨幣政策未必完全切合香港的經濟情況。當然，從超越次按危機的角度來看，美國貨幣政策是要處理正在上升的通脹問題，與香港的情況相同。事實上，這兩次減息，香港各大銀行調整存貸利率的總幅度是較美國小的，原因是同業市場利率在連串新股上市的影響下，維持較高水平，令銀行有理由在不影響匯率穩定的前提下，實行較窄的減幅。

### 內地貨幣金融狀況

20. 另外一個對香港貨幣金融有影響的因素，當然是內地的貨幣金融狀況與發展。有多個環節是大家應該留意的：

- (一) 國際收支經常帳順差擴大
- (二) 人民幣匯價上升
- (三) 資金持續流入，令外匯儲備急速上升
- (四) 銀行存款準備金率不斷提高
- (五) 人民銀行繼續發行大量票據，沖銷為買入大量外儲而創造的基礎貨幣
- (六) 通脹率上升
- (七) 利率上調控制通脹
- (八) 資金有序流出政策的落實
- (九) 民間對資本市場投資工具的龐大需求

## (十) 資本市場在供求失衡下的演變

21. 這十個環節每一個都是具深遠影響的複雜金融課題，因時間關係不能在這裡逐一分析。總括來說，它們都為內地貨幣金融體系帶來不同方向的重大拉力。要平衡各方的拉力是不容易的。各種拉力如果失衡地互動，是可以在各有關金融市場造成破壞性的波動，或為金融體系構成具危機性的結構裂口。

22. 當然，在內地社會主義市場經濟的大環境下，情況總體來說應該是可控的，必要時加以行政手段作出調控是內地可用而有效的做法。所以，雖然內地股票市場泡沫的說法已甚囂塵上，金融危機出現的可能性應該是低的。

23. 至於與內地息息相關的香港，在資本主義自由市場經濟的環境下，這些內地因素互動產生的潛在力量可以是很大的。雖然，現時情況應該不會為健全的香港金融體系帶來結構性的影響，但市場隨著不同消息和發展而有較大波動，是很難避免的。情況亦可能令香港經濟金融的溫度上升，而在通脹率和資產價格走勢中顯示出來。保持貨幣金融結構穩定的關鍵，是需要各市場參與者和中介機構好好管理市場可能出現大幅波動和調整的風險。根據金管局最近為銀行體系作出的壓力測試顯示，香港銀行體系承受有關風險的能力是高的。



## 香港貨幣金融近況

24. 各位，過去幾個月來，香港股票市場暢旺，新股上市活動頻密，市場對港元資金需求殷切，令同業市場利率高企，亦吸引外資流入，造成匯率強息率高的不正常現象。金管局在上月二十三日作出入市行動，在兌換範圍內買入 1 億美元，增加同業市場港元供應，理順了匯率與利率間的關係。最近外匯市場上出現了一些投機港元匯價升值的活動，是我們在 2005 年 5 月優化聯匯制度之後第一次見到的。起因是市場突然出現各種謠言，包括特區政府有意放棄聯匯的消息。大量港元買盤出現，將匯率推至強方兌換保證的水平。

25. 優化後的聯匯制度，在這情況下仍然運作良好，金管局在強方兌換保證的匯率水平被動地吸納美元，增大銀行體系總結餘，令拆息回落，亦將匯率穩定在兌換範圍之內。

26. 特區政府金融政策的立場是鮮明的，是堅定不移地維持聯繫匯率制度。金管局作為執行政策的機構，是有信心和能力將匯率穩定於兌換保證範圍內的。在資金大量流動的影響下，港元利率可能出現較大的波動，但希望這是短期的波動，不會為經濟帶來深遠的影響。

## 通脹問題

27. 最近，可能是因為人民幣匯價上升，美元匯價下跌，內地通脹，特別是食品價格上升，各界對香港通脹的前景都表示關注。容許我在這裡就這個課題提供一些分析。

28. 的而且確，內地食品價格最近急劇上升，加上人民幣匯價升值的影響，在香港的食品價格亦出現上升的趨勢。但內地政府成功增加豬肉等食品輸港的供應將可以在短期內對基本食品價格有舒緩作用。

29. 至於美元匯價下跌對入口貨品價格的影響，在過去一年多都並不是十分顯著，可能有其他因素正在同時影響入口價格與消費物價指數之間的傳導。但在經濟蓬勃的背景之下，比較全面的價格傳導最終是很難避免的。

30. 過去壓抑通脹的一個有利因素是本港生產力的增長，在過去四、五年，平均達到每年 5%。資訊科技的發達和越來越普及化地應用，應該是可以令生產力的增長勢頭持續下去，大大減輕通脹上升的壓力。

31. 在通脹數字方面，除去特殊的因素例如豁免差餉，現時的通脹率是 2.7%，比消費物價指數所顯示的 1.6% 為高。我支持豁免差餉和其他減稅的建議。公共財政如果出現大量盈餘，還富於民和為香港的將來作出基建投資是值得大家支持的。但我希望大家注意，特殊因素對通脹數字的影

響是不會持續的，豁免稅項對消費物價指數的影響只是暫時性的。同時，還富於民是會鼓勵消費的，視乎力度大小，亦可能對通脹有一點刺激的作用。固定匯率的金融政策下，控制通脹是要依靠財政和其他有關的經濟政策的。

## 銀行體系

32. 接著下來，讓我簡單向各位匯報香港銀行體系的狀況。歐美次按危機對香港銀行體系的影響輕微，銀行體系資本充足率保持高水平，流動資金在大量外資流入與資本市場流動的情況下，非常充裕。

33. 雖然各類貸款在第二季都錄得顯著增長，銀行貸存比率仍然有下降趨勢。資產質素保持良好，負資產按揭已經下降至有統計以來的歷史低位。在這個良好的勢頭下，有一點要注意的是美國次按問題對美國經濟影響的程度有多大。假如美國經濟出現衰退，將對銀行資產質素構成負面影響。當前要留意的問題，以個別銀行對資本市場波動的有效風險管理較為突出。希望銀行可以提高警覺。

34. 此外，由於近日香港股市成交暢旺，我希望各提供股票買賣服務的金融機構應採取適當的措施，以確保能應付日常的交易量及預計的增長。有關機構除了須定期監察其系統處理的容量外，亦須制定有效的持續業務運作計劃，以便能提供穩定及不間斷的股票買賣服務。

35. 一個健全的銀行體系，得來不易，是過去一段長時間，在金管局與銀行界良好伙伴關係下，不斷改革的成果。由逐步取消利率協議，加強競爭，繼而引入風險為本的監管理念，引進存款保險，信貸資料共用，實行新資本協議等居安思危的改革措施，都將香港銀行體系的結構強化，令香港銀行體系成為區內，甚至全世界最有效率銀行體系之一。

36. 當然，香港經濟在過去四年，「沙士」過後，持續向好，這不是銀行體系會出現問題的環境，但從外國經驗中，我們亦不能排除一個良性環境可能無聲無色地孕育了一些潛在的風險元素。所以，我有一個構思，希望稍後為香港銀行業來一個改革後的身體檢查，亦會前瞻性地再看銀行業未來十年的發展方向。

### 金融市場基礎設施

37. 現在向大家簡單匯報一下金融市場基礎設施的運作。雖然市場交投量不斷增加，屢創新高，支付系統的運作一切正常。一天萬多億的交易支付，都暢通無阻，情況就好像無交通擠塞，無交通意外，無傷亡，無誤點，無壞車一樣，令人鼓舞。金管局工作範圍內各個市場基礎設施的發展項目，亦進展良好。

## 香港國際金融中心地位

38. 保持香港的國際金融中心地位，是基本法明確的規定。特區政府非常重視這方面的工作，並已接納了 11-5 高峰會金融服務專題小組報告裡面的 80 個建議。在財政司司長領導之下，各金融部門正在積極推動這些建議，和內地有關部門加強溝通。在過去幾個月，金管局在這項重要的工作範圍取得多方面的進展：分別在 CEPA 框架下為香港銀行爭取在內地的更大業務發展空間；在 QDII 安排下擴大了內地銀行代客境外理財業務範圍；在人民幣業務方面成功發展人民幣債券市場；和在放寬內地投資者「走出去」的限制的建議上取得中央政府的積極考慮等。

39. 金管局會繼續協助推動和落實金融服務專題小組的各項建議，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，鞏固並發揮香港國際金融中心的地位和作用。

40. 在這個工作環節上，容許我強調一下這項工作的戰略重要性。在內地金融改革開放快速發展的勢頭下，要保持香港國際金融中心地位，一定要與時並進。被動地單靠市場力量處理這項工作未必能把事情做到最好。一個簡單的理由是因為我們發展「三互」關係的對象，並非是一個在資本主義自由市場環境下運作的金融體系。我認為我們應採取較主動的做法，積極全方位推動。我們要了解國情，了解內地

社會主義市場經濟的特色，了解內地以公有制為主體的堅持，了解內地在現時改革開放過程中，在資金融通上的需要，了解內地政策層面的各種考慮，了解內地制訂、論證以至落實政策的複雜過程。這並不意味着特區政府「干預」市場的程度將增加，亦不是「大市場，小政府」的政策有所改變，而是現實情況下，負責任的政府所應有的態度。事實上，過去在爭取成功落實各項業務的過程中，如人民幣業務等，都需要在不同層面，包括政治層面，政策層面，和具體工作層面適時推動，才能成功。

41. 另外，保持香港國際金融中心地位的工作，失敗的代價是沉重的。我不是危言聳聽，內地與香港金融體系間的「三互」關係，如果不能成功落實，而在放任態度下演變成一個惡性、你死我活的競爭關係，香港國際金融中心的地位將會被邊緣化。國際金融市場的力量是殘酷的，邊緣化的風險很容易會演變成資金外流和貨幣金融不穩的風險。這是大家都不願見到的。

#### 外匯基金的運用和管理

42. 相信各位議員都留意到，財政司司長在今年九月七日，公布他運用〈外匯基金條例〉第 3(1A)條款增持港交所股份達到 5.88%。財政司司長已就他的決定向財經事務委員會作出交代，我沒有什麼可以補充的。

43. 外匯基金所持有港交所的股票，在九月七日財政司司長的公布後，已全部定為「策略性持有」，目的是為保持香港國際金融中心地位和貨幣金融穩定和健全。這亦即是說，外匯基金在資產方面的組合安排，由兩個資產組合，即「支持貨幣基礎組合」和「投資組合」，增加成為三個資產組合，加進了一個新的「策略性資產組合」。

44. 金管局會繼續負責管理所有外匯基金的資產組合，當中大部份是由金管局內部管理，亦有透過外聘基金經理，根據經外匯基金諮詢委員會定下的審慎的投資基準管理。新的「策略性資產組合」，現時由金管局內部管理，但有需要時亦會考慮其他可能更好的管理安排。

45. 財政儲備撥入外匯基金的投資回報計算辦法，相信各議員已經清楚，從今個財政年度開始，會以外匯基金投資組合過去六年的平均回報率計算，以收費方式支付。所以，外匯基金個別年度的實際回報率的波動，將不會影響財政儲備當年的回報，令財政收入失預算。適用於 2007-08 年度的「收費」率是 7%。無論投資環境轉變多大，2007-08 全年投資收入 260 億的預算，應可達到。

46. 另外，港交所股票在九月七日後因為成為策略性資產，再不是「投資組合」的一部份，這隻股票在當天後的價格升降，將不會影響財政儲備的投資回報。

47. 今年頭九個月，外匯基金的投資收入是 1,146 億，淨投資收入是 1,067 億，累計盈餘增加 865 億。如果這三個數字能夠保持到年底，都將會是紀錄數字。例如，歷年來投資收入最高的一年是 1999 年，是 1,038 億，其次是去年，是 1,037 億，但今年頭九個月已錄得 1,146 億。我當然希望第四季的投资表現能夠保持良好，但亦不能排除因市場調整而在第四季出現反覆。我和在金管局負責儲備管理的同事，會一如以往，依照外匯基金諮詢委員會批准的投資策略，將工作做到最好。

48. 至於頭三季投資收入的分布，大約一半是來自港股投資，債券投資收入亦佔大約 30%，其他是來自外地股票和外匯收益。財政儲備 7%的收費式回報，頭三季共 200 億。九月底未經審核外匯基金的資產負債表顯示外匯基金總資產達到 13,191 億和累計盈餘達到 5,942 億，比去年年底分別增加了 12%和 17%。

49. 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。