

CB(1)437/98-99(01)

(立法會秘書處譯本，只供參考用)

立法會財經事務委員會

1998年11月7日舉行的會議

景順投資管理有限公司
副主席兼首席經濟顧問
祈連活先生的意見書

1. 引言

首先感謝立法會財經事務委員會的委員，讓本人有機會參與討論本港近期的金融發展事宜。本人根據過往的經驗，以及作為貨幣經濟學家的身分，在意見書內集中討論香港貨幣發行局制度所涉及的各项問題。由於較早時主要因家事必須離港，所以未能及早提交意見書，謹此致歉。

2. 穩定貨幣的途徑

雖然我們並非經常以這種方式討論此課題，但在現代的經濟體系中，基本上只有兩種方法維持貨幣穩定。第一種方法是，由中央銀行或金融管理當局集中控制經濟體系中的貨幣數量，以期達致若干最終目標，例如控制經濟體系的通脹率等。這種方法適用於對外貿易相對較少的大規模經濟體系。因此，美國聯邦儲備制度、德國聯邦銀行及日本銀行在不同時期亦曾採用這種方法。不過，採用這種方法的必然條件是，必須容許匯率頗為自由地浮動，以及有關當局或會需要容許利率頗為大幅變動，以便在一段時間後達到他們的目標。換言之，如果貨幣的數量受到控制，貨幣的價格必定自由浮動。

相反，第二種穩定貨幣的方法，是透過固定或控制本地貨幣的價格（即本地貨幣與外幣的匯率），並容許貨幣的數量因應在該價格下的市場需求而變動。全球大部分國家均採用這種方法，例如實施布雷頓森林制度固定匯率、歐洲匯率機制及貨幣發行局制度的地區。這種方法特別適用於對外貿易龐大的小規模開放經濟體系，因為在高度開放市場的情況下，極難準確預測未來某時間所需的貨幣數量。由於金融管理當局不可能準確預計此等日後的情況，較佳的政策是固定貨幣的價格，並容許貨幣數量因應市場需求而增加或縮減。

既然已經有這樣清晰明確的理論，為何在實施上會如此困難，以及為何現代經濟史上不斷出現貨幣及匯率危機？

在控制貨幣的數量上，困難在於貨幣的用途以至其定義，會因為撤銷管制規定、金融產品不斷創新及技術改變各項因素，而出現不可預知，有時甚至重大的轉變。然而，貨幣增長一向較慢及較穩定的國家，通常會有較低的通脹及較穩定的經濟增長。

在控制貨幣的價格上，困難在於中央銀行很少會將其活動局限於只負責固定匯率的工作。在維持固定匯率的同時，他們往往亦想實現其他目標，例如透過減低利率以鼓勵更多投資，或透過促進經濟增長以降低失業率。譬喻他們不但插手干預對外的外匯市場，而且亦參與本地貨幣市場的運作。這些同時在本地貨幣市場進行的活動，往往影響他們致力在外匯市場實現的目標。結果，有關政策並不適用於維持

固定匯率，而很多時便因而引致外匯或貨幣危機。（這項分析直接適用於大部分東南亞國家在過去兩年的情況。）

例如香港所採用的貨幣發行局制度的重點，就是金融管理當局固定貨幣的價格，並同時承諾放棄進行任何與維持固定匯率背道而馳的交易。這是本港貨幣發行局制度所遵循的規則或原則。本人稍後會解釋金管局如何正式採用一些可在其日常運作中反映這項原則的運作規則。本人相信香港所採用的貨幣發行局制度，確實比其他中央銀行實行的所謂固定利率制度更健全及更穩健。

3. 香港貨幣發行局制度的演變

每套貨幣制度都是根據有關國家或經濟體系的獨特政治、地理、銀行業及體制的發展而產生。香港的情況亦不例外。香港的貨幣發行局制度於 1983 年 10 月實施，以解決貨幣制度所存在的某項弱點，而在此之前，很多人並沒有察覺到這項弱點的存在。本港貨幣制度的問題在於，外匯基金作為主要結算銀行的客戶，對貨幣制度所能發揮的影響力，更低於通用汽車公司或國際商用機器公司對美國貨幣制度所能發揮的影響力。外匯基金作為各主要銀行的客戶，罕有地獲授權發行負債證明書。倘發鈔銀行擬增加鈔票的發行量，必須取得該等負債證明書以支持發行鈔票。倘發鈔銀行擬收回鈔票，外匯基金可在發鈔銀行的要求下贖回負債證明書。在其他方面，外匯基金有如任何大規模的機構，在本地持牌銀行存放港元，並妥善管理該筆存款，以便從中取得最大的利益。然而，外匯基金有別於中央銀行，它無權透過訂定利率或進行公開市場運作，以增加或減少貨幣市場或整個貨幣體系中的資金數量，從而管理貨幣市場。這便是港元在 1983 年 8 月及 9 月受到衝擊時的致命弱點。當時，在大規模及持續拋售港元的情況下，港元對其他貨幣的匯率開始迅速下跌，因為香港的金融管理當局不能透過調高利率或購入港元，以減少貨幣市場內本地資金的供應，從而阻止匯率下跌。反之，有關當局所購入的港元會再循環回流到貨幣體系，一如通用汽車公司或國際商用機器公司購入美鈔支持美元時，所購入的美元會再循環回流到其貨幣體系。

在 1983 年實施貨幣發行局制度時，本人希望新的機制會大致上自行運作，使貨幣市場可分別因應資金流入及流出的情況而放寬及收緊。新的貨幣發行局制度規定銀行按 7.80 港元兌 1 美元的固定匯率，向外匯基金支付美元，以便取得負債證明書。銀行可憑該等負債證明書發行港元。相反，銀行有權要求外匯基金以相同的匯率贖回負債證明書，以便銀行取回美元。這個機制的原意是，如果港元的市場利率在自由變動時大幅偏離 7.80 的固定匯率，將會使銀行或公眾人士有機會進行現鈔套戩活動，該等活動便會隨著資金流入或流出而縮減或增加貨幣的數量。（例如在資金流出時，即期匯率會被推低至處於 7.80 的弱勢，銀行便可以在外匯市場以“便宜”的價格（例如 7.85）購入港元，然後以 7.80 較高的價格要求外匯基金贖回負債證明書。此舉可使銀行透過

套戩活動賺取利潤，同時亦可減少流通鈔票的數量，從而降低貨幣體系內的資金總額。）在這個機制下，資金流入將會促使銀行增加貨幣的數量；而資金流出則會促使銀行確保貨幣數量縮減。

實際上，這個機制運作欠佳。箇中原因或許涉及太多技術上的問題，難以在這裏詳細解釋，但總括而言，用以在外匯市場釐定港元價格的資產，應是銀行用作進行交易的各項資產中，交易成本最低、流動性最強及可替換性最高的資產。（由於銀行是本地貨幣市場及本地外匯市場的主要參與者，他們的活動會實際上決定市場利率及市場匯率的水平）。在現代經濟體系中，資金的調撥透過電子系統進行，因此有關的資產並非現鈔，而是各銀行的結算餘額。

金融管理當局瞭解此問題後，遂於 1988 年 7 月實施一項安排，使他們對資金的數量有最後的控制權，從而控制本地貨幣市場的利率水平。根據所謂的會計安排，香港上海匯豐銀行有限公司（下稱“匯豐銀行”）在外匯基金的結餘，必須相等於其他銀行在匯豐銀行所開立的結算帳戶的淨餘額。此舉賦予有關當局所需的權力，確保利率會因應大量資金的流入或流出而作出正確調整。其後，此項會計安排經過多次修訂。現時，所有銀行均在金管局開立結算帳戶，而銀行同業之間的日常交易，則不斷透過即時支付結算系統處理。

今天討論的要點是：第一，支持本港貨幣發行局制度運作的已不是流通現鈔的數量，而是數量遠遠較低的銀行同業結算餘額；第二，在貨幣發行局制度下，利率必須因應資金流入淨額或資金流出淨額而作出調整，才可有助支持固定匯率——亦即是說，在需要縮減貨幣數量時，利率上升；在需要增加貨幣數量時，利率下降。

4. 對 1998 年 9 月 7 日公布的 7 項技術性措施的評估

鑑於相對於貨幣體系的整體規模及可能出現的外匯交易量而言，銀行的結算餘額規模很小，回顧過去，可證明顯著的資金流入或流出對本港的利率影響很大。這種情況在港元於 1998 年期間受到連番狙擊後更加明顯，而且被很多投資者利用此機會拋空恒指及個別對利率敏感的股票，同時又在現貨市場或期貨市場沽售港元。

然而，本人認為這些投資者在運用其策略時最少犯了兩個錯誤。首先，他們誤以為港元與美元掛鉤的情況，與由其他中央銀行運作的所謂固定匯率制度一樣。他們誤以為金管局與其他中央銀行一樣，以偏離貨幣發行局規則的方式運作，亦即有如上文所述的譬喻，同時干預本地及外匯市場，而不是只干預外匯市場。因此，他們認為港元會因為受到投機性衝擊而崩潰。無論他們根據甚麼消息來源，認為港元大有貶值的危險，但明顯的是金管局據以運作的原則與貨幣發行局的原則完全一致。這些原則是：(1) 十足支持原則，意思是貨幣基礎的一切成分均由 100% 的美元儲備提供十足支持；(2) 十足抵銷原則，意思是

若金管局在本地貨幣市場採取任何行動，例如注入資金等，則實質上亦同時採取相同兼相反的行動，從金融體系抽走同等數量的資金；如果是調離資金，情況則相反。如果恪守這兩項原則，便可確保香港貨幣發行局制度得以盡量保持穩健，不容易受到投機性衝擊所影響。（當然，本人並非說它不會受到衝擊，而是港元在面對這類衝擊時，無需貶值或重新估值。）

其次，雖然其他國家的銀行和監督制度經證實十分容易受外來衝擊所影響，但事實證明香港的銀行和金融機構在面對這類衝擊時，復原能力很高。這點引出另一項值得向事務委員會強調的原則。如果香港特區日後要維持貨幣發行局制度，則必須預期會間中出現外來的衝擊。鑑於港元兌美元的匯率不變，經濟體系內的其餘部分便需要盡可能具備彈性，這點十分重要。換言之，資產價格、利率、批發價格與消費者價格、工資、就業結構和經濟體系的產值組合，以及其他各方面，在遇到衝擊時都必須維持可以自由變動。至於香港的金融機構則要盡可能保持穩健、資金充裕和審慎管理，同時亦須維持在國際間具競爭力。在貨幣發行局制度下，這些機構無可避免成爲首先抵抗衝擊的機構之一。

敘述了以上背景資料後，本人想討論政府和金管局在港元於 8 月受到投機性衝擊後所採取的各項措施。本人不會爲當局購入股票及恆指期貨合約而辯護。儘管本人理解當局在當時所處的困境，但香港特區政府不應亦不宜長期持有大量私人公司的股票。這些股票現時由一間獨立機構持有並管理，政府最好盡量不要參與有關投資組合的日常管理工作，更應盡快不再持有這些股票。本人認爲可循多種方式處理這些股票，包括機構配售、分批拍賣各種以指數爲基礎的股票，以及直接出售。無可爭議的是，政府越快停止持有這些股票，便可越快避免因同時兼任球證和球員的身分而無可避免出現的利益衝突。

現在，本人想對金管局在 9 月 7 日實施的 7 項技術性措施發表意見。本人在較早時曾提及，如果香港的經濟體系繼續以貨幣發行局制度來運作，便需在經濟體系中維持各類能抵抗日後外來衝擊的機構。根據個人的判斷，金管局在 9 月採取的各項措施的目的，似乎與上述原則一致。這些措施主要使銀行可利用他們持有的外匯基金債券和票據，作爲額外的保障，藉此抵抗因港元突然在外匯市場被大量沽售而對利率構成的衝擊。這是因爲新措施令銀行可向金管局以隔夜或短暫的形式，貼現所持有的外匯基金票據，以抵銷其結算餘額中的透支。就此而言，亦即香港市場應有能力容納更大量的港元沽盤，卻不會觸發較早前出現的利率飆升情況。似乎這個機制所能接納的合資格金融票據越多，效果會越好。不過，這些金融票據必須是金管局發行的票據，而不是由銀行或其他機構發行的票據，因爲香港特區沒有理由必須承擔銀行的私人責任。此外，由於金管局在發行這類債務票據時，必須遵循上文所述的十足支持及十足抵銷兩項原則，這些票據可能有的數量實際有限。（否則，銀行如果最終需動用所有資金，透過購買外匯基金債券和票據來借貸予金管局，便再沒有資金可貸款予私人客戶。）

5. 結論

總括而言，本人認為貨幣發行局制度在香港行之已久，成效亦佳，但必須切合金融產品不斷創新及科技轉變的迅速發展而改進，這些轉變使全球的資本市場成為比以前更整體化的金融體系。貨幣發行局制度仍然是維持貨幣穩定的良好基礎，並且在過去 18 個月的亞洲危機期間，保障了社會上資產較少的人士的積蓄。在 9 月實施的 7 項新措施，應可加強香港日後應付貨幣受到投機性衝擊的能力，但這些措施並非萬應萬靈的良方。香港根本不可能終止與亞洲其他地區的關係，香港與該等地區的貿易和金融交易十分頻繁，不可能避免涉及區內大部分地區正經歷的苦況。不過，如果亞洲其他經濟體系亦遵循一些金融原則，而這些原則與香港在宏觀經濟政策和微觀經濟管理某些方面所遵循的原則相同，則亞洲的金融危機應很可能不會如此嚴重，而香港距離經濟復甦的時間將會大為縮短。

對政府採取的其他措施的意見

至於規管股票、期指及衍生工具市場的問題，本人相信透過提高透明度，以確保有公平的市場環境，是十分重要的。雖然與 1987 年 10 月的黑暗日子比較，香港的財金市場肯定已大有改善，但未盡善之處仍有不少。在眾多待改善的事項中，以下建議只是針對一些較為迫切的情況。如果香港要維持其作為主要的地區性股票市場所擔當的重要角色，特別是作為向中國提供長期資金的重要地區，便應實施以下建議。

1. 所有上市公司的季度業績報告。雖然所有上市公司不一定必須每隔 3 個月公布其詳細的經審核帳目，但如果市場人士能經常獲得這些重要資料，有關公司的股價便更能反映出該公司的真實價值。在香港各家主要上市公司中，只有迪生創見及莎莎國際最近公開表示可能出現利潤下降。
2. 公布每週或每日的借貸總額。（總借貸額及／或就有關借貸所提供的抵押品總值。）經紀行及銀行都是借貸給客戶購買股票。投資者必須清楚兩者所提供的按倉貸款的增加或減少情況，這對市場整體或個別公司都很重要。投資者可從經紀行的報告得悉這些數據，但若想從銀行方面獲得這些數據，則比較困難。不過，公布這些數據可有助投資者作出更理智的投資決定，並會有助遏止因盲目跟從而出現的不正常升跌。
3. 應規定聯交所的經紀會員向公眾披露其交投量，以及買賣股票和與衍生工具有關的分別交投量。
4. 收緊關於沽空等的 T+2 結算規定。表面看來，由於針對沽空所訂的規定略為寬鬆，與現金交收的規定並不對稱，所以收緊關於沽空等的 T+2 結算規定似乎合理，但有一點不可不知，嚴懲違規者亦會阻礙長期投資者入市，不利於市場發展。
5. 沒有訂定沽空規則。紐約交易所及其他交易所均規定，如果沒有首先在某個價格購入股票，則不能進行沽空。本港沒有訂定沽空規則，有時會對股價造成持續或不正常的下調影響。