

香港證券學會的信頭

立法會財經事務委會：

承蒙邀請參與捍衛聯系匯率制度的機制的討論，本會深感榮幸。現就上述問題提出本會的意見。

一、對沿用機制的意見

1. 傳統貨幣發行局制有效運作的要素——要以足夠的外匯儲備，對範圍適中的貨幣基礎，按固定匯率提供明確的兌換保證，並允許較多的市場參與者在這種保證下參與套戥（包括套匯及套息）活動。

2. 沿用機制不能滿足上述四大要素

- (1) 兌換保證含糊不清——只明確兌換現鈔，對同是貨幣基礎的銀行同業結餘只有間接而不確定的保證。
- (2) 金管局成爲唯一的穩定匯率的市場參與者——上述的兌換保證安排，排斥了其他市場參與者（主要是持牌銀行）的機會；香港空有龐大的外匯儲備（這是唯一能符合上述要求的一項），但在此運作機制下卻不能充分發揮應有的作用，反而成爲炒家覬覦的對象。
- (3) 貨幣基礎過小——1996 年底開始實行的即時支付系統效率很高，每間銀行在其結算戶口內只需存放少量資金，造成銀行同業結餘不足 20 億，使貨幣基礎絕大部分是現鈔，規模相對較小。

二、炒家沖擊港元的方法及其對香港經濟的影響

炒家就是利用沿用機制的缺陷，大筆拋售港元，造成同業結餘收縮，不用太龐大的資金就可使港元利率迅速大幅扯高；由於這是炒家早已預料的結果，因此他們又預先沽空香港股票和期指，從而大獲其利。利率不穩並高企，使香港房地產及各行各業受到嚴重打擊；沽空活動使香港股市出現不正常的暴跌。這使香港經濟出現了多年未見的負增長。

三、對鞏固香港貨幣發行局制度的七項新措施的意見

(一) 新措施能對症下藥，逐一補足沿用機制的缺陷，使香港的貨幣發行局制度得到完善，從而有效地打擊了投機者，穩定了港元匯率。七項措施可歸納為兩大類，頭一項是向銀行同業在結算戶口的結餘按 7.75 提供明確的兌換保證；其餘六項是把原來的流動資金調節機制(LAF)規範化為貼現窗。

1. 兌換保證的成效

- (1) 兌換保證擴及同業結餘，使持牌銀行均可加入套匯行列，改變了金管局孤軍作戰的劣勢。
- (2) 有了兌換保證，銀行在港息偏高時就敢於進行套息活動，從而使港息不致過份飆升；也間接穩定了港元的匯價。
- (3) 金管局在提供兌換保證的同時也要求提出兌換者提供有關交易資料，對經常大手在 7.75 水平與炒家作交易的銀行起到阻嚇作用，從而阻遏了投機活動。
- (4) 隨著市場對聯匯制信心的加強，遠期美電需求萎縮，減少了炒家活活動的空間。

2. 貼現窗的成效

- (1) 變相擴大貨幣基礎，減少利率波動
金管局取消了對銀行重覆使用外匯基金票據向貼現窗(原為 LAF)獲取流動資金的罰息，使銀行隨時可用此手段取得隔夜港元頭寸，增加結餘，無形中使貨幣基礎得以擴大，估計此一數額約為 300 億。這就使國際投機勢力欲通過拋售港元、減少同業結餘，進而扯高港息的難度大大增加；此外，銀行同業也可不必高息從市場拆入資金。利率波動因而減少。
- (2) 取消拆入利率，增加市場資金供應
持牌銀行的多餘資金不能拆給金管局，為免多餘資金閑置，必須在拆借市場收市前拆給同業，從而增加同業市場的資金供應。
- (3) 貼現息與拆息之間的套息機制有助港息穩定。如當天拆息高於貼現息，銀行可用外匯基金票據按當日貼現息向金管局取得資金，在市場拆出隔夜錢賺取息差，這樣有助於把隔夜拆息穩定在貼現息之下。

(二) 新措施也將帶來一些值得留意的隱憂

- (1) 兌換保證擴及銀行同業結餘後，變相把港元存款也包括在內，這將使外匯儲備相對不足以應付。
- (2) 暫停發行新的外匯基金票據和貼現窗不接受其他證券的貼現，將對

港元債券市場的短期發展有不利影響。

- (3) 貨幣基礎擴大後，資金外流時利率扯高的幅度將縮小，從而降低對為套息而來的外來資金的吸引力。

但是，我們認為，這些隱憂相對於新措施帶來的功效來說是微不足道的，總的來說，七項新措施是利大於弊的。

四、對香港證券及期貨市場目前監管制度的意見

- (1) 雙重監管，浪費資源
證監會和聯交所缺乏足夠的溝通和協調，形成對註冊人仕的雙重監管，既浪費資源，亦使受監管者有不勝其擾之感。
- (2) 應以教育為主
目前的監管制度著重在懲罰違規者，而且花太多時間糾纏於過去的事情。我們認為監管者應多花時間在教育方面以減少違規事件的發生。
- (3) 為國際化而盲目遷就國際機構
國際化是香港證券市場的目標，但也不能為此而者制度上盲目遷就國際機構而妄顧本地機構的利益。備兌認股證的發行規定不善造成濫發現象就是一個例子。

五、評論政府加強證券及期貨市場秩序和透明度所建議的 30 項措施（簡稱三十式）

三十式對加強證券及期貨市場秩序和透明度很有作用，從而對在股市和期貨市場沽空的炒家起了壓抑的效果，反過來也就減低了炒家沖擊港元的欲望。但是，我們認為三十式仍有不足之處：

（一）股票市場

1. 股票拋空

- (1) 三十式第六點加強檢討認可拋空股票的名單，建議有關機構還須提供沽空平倉及未平倉情況以增加透明度，同時沽空者須披露股票從何處借來、借入之數量及於何時歸還，從而確定場外借貨的情況。提高股票借貸按金至 130%。
- (2) 如投資者在市場進行股票沽空，建議交易所在 AMS 交易系統中給予使用者識別訊號，例如把掛牌發出閃亮訊號。
- (3) 基金、託管人、證券商在借出股票須予公佈，並定期以書面確認股

票已借出及其借出數量。

2. 備兌股證

三十式第八點重新檢討備兌股證的交易規則，禁止發行商把從市場回購後認股證重新發售作出補充，建議還需規定發行商在發行備兌認股證時應持有該認股證之正股量達 50%或以上，以滿足“備兌”的意義。在發行認沽證時則必須持有足夠現金才可發行。

(二) 期貨市場

1. 公佈大額持倉

三十式第 14 點規定向市場公佈經紀大額持倉的情況，但未有說明何謂大額，建議如經紀持有未平倉合約高於 2,000 張，期交所需向外公佈其持倉情況來增加市場透明度。

2. 額外按金要求

三十式 15 點要求額外按金的標準應由 10,000 張未平倉合約降低至 5,000 張甚至更低的水平，建議考慮對客戶持有未平倉合約採取按金三級制，在現時的恆指水平下可按以下方法計算：

5,000 張以下	8 萬元
5,001-10,000 張	12 萬元
10,001 張或以上	16 萬元

3. 實行透明度更高電子交易

三十式第 16 點指出必須要訂出加快完成恆指電子交易系統的時間表，建議電子交易系統實施提早至一九九九年上半年，因公開叫價的透明度不高，對鞏固香港金融體制不利。並建議電子交易系統可參考香港聯合交易所之 AMS 系統顯示交易掛牌經紀代號。

4. 按金港元化

為增加海外投機者衝擊金融市場之換匯成本，建議期貨按金港元化，令投機者減少一個衝擊港元的機會。

5. 降低指數單位價值

恆生指數期貨基本單位為每點子港幣伍拾元，建議將指數減低至每點子港幣二十伍元，雖然按金亦會相應減低，但根據美國市場的同類經驗，減幅將較小，這樣一來，投機者如欲賺取相同的利潤就要增大交易的數量，從而增加他們的投機成本。

6. 結算日期指結算價計算

現時恆指期貨結算日收市價是通過恆生指數服務公司每五分鐘恆生 33 雙藍籌股平均收市價計算。理論上，投機者可以在每一個第五分鐘內不斷買／賣恆指成份股，從而影響收市後之結算價。為使投機者增加投機成本及減低其對市場的干預力，建議期交所將每五分鐘計算當天平均收市價改為每一分鐘計算，這樣投機者便需要不停地買／賣股票才能影響指數，相對下大大增加成本。