

饒餘慶教授在立法會財經事務委員會的發言
(1998年11月14日)

〔一〕自1997年7月亞洲金融危機全面爆發以來，至少發生五次對港元的投機浪潮。最近一次在八月份，以「雙重炒作」形式出現的狙擊，尤為來勢洶洶。但迄今為止，這些狙擊均一一為金管局所擊退。而且，八月中旬金管局干預股市期市，迎頭痛擊「雙重炒作」後，國際炒家潰不成軍。迄1998年11月3日為止，港府購入的股票，帳面上已有300億港元的利潤，在股市上升的同時，樓市也止跌回穩。由於股票和房地產都是銀行貸款的抵押品，其價格的回升，對整個銀行體系的安定，作用極大。資產價格的止跌回穩，亦可緩和「負財富效應」，有助於消費，投資，和實質經濟的復甦。總的來說，金管局十六個月以來，在捍衛港元和本港金融體系的穩定方面，是有重大貢獻的。

〔二〕在「七項技術性措施」〔即俗稱「七招」〕實施之前，金管局在捍衛港元方面，主要是依賴利率工具。在「貨幣發行局制」下〔本港的聯繫匯率制是「貨幣發行局制」的變種〕，本幣在受狙擊時，利率會自動攀升。在正常情況下，利率上升後，也會在相當短期內，吸引資金內流。不幸在亞洲金融危機持續，「亞洲風險溢價」高踞不下期間，高利率未必能迅速吸引資金回流。高利率，特別是當預期通脹率下降時，對實質經濟有很嚴重的不利影響。而且，當局過份依賴利率工具，有時反會墜入炒家圈套。炒家最慣用的伎倆是拋售遠期港元〔即購入遠期美元〕，推高銀行同業拆息率，又再拋售恆生期指。在行運時，炒家可同時在匯市和股市獲利。去年十一月時，有些學者〔包括本人〕，已發覺「雙重炒作」的跡象。但當時證監會否認此事，政府在今年四月發表的金融市場檢討報告書也否認此一現象的存在。目前香港的衰退，雖然基本上由外部環境迅速惡化所引起，但高利率和「負財富效應」也是重要因素。

〔三〕國際炒家在八月初開始對港元作大規模狙擊後，金管局鑑於形勢，決定在外匯基金諮詢委員會下另設一貨幣委員會，研討制訂一強化聯匯制，打擊炒家的新策略。本人是該委員會成員，在最危急的八月期間，曾多次參與新策略的擬訂，討論和審議。八月底，外匯基金諮詢委員會批准貨幣委員會的建議。九月五日，金管局正式宣佈「七招」，並於九月七日開始實行。自實行以來，市場和各界人士對「七招」反應良好，「七招」在防止炒家操控市場的作用也日趨明顯。「七招」最重要的特色是，首先，由於貨幣基礎擴大，包括外匯基金票據在內，銀行同業拆息率的波動幅度減少，而且也不再由炒家所任意操縱。在「七招」未實行前，銀行體系的結餘太小，炒家祇需拋售少量的港元，即可將結餘變為負數，迫使利率飆升，從中獲利。第二，金管局擔保持牌銀行在清算戶口結餘，可按7.75匯率，隨時兌換為美元。因此，過去限於法定紙幣的兌換保證，現已擴展至整個貨幣基礎，有增強公眾信心，強化聯匯制的作用。第

三，過去的流動資金調節機制，現被一正式的貼現窗所代替，以往的關於「重複借貸」的限制也已取消。此舉有助於減輕銀行的不確定感，並紓緩利率期限結構的上升壓力。為維持貨幣發行局的紀律起見，新的外匯基金票據，必須在資金流入，即外儲增加的條件下，才能發行。不過，新對策的另二組成部份，即基本利率的最適當釐定方式，和保證兌換率如何從 7.75 過渡至 7.8 的時間表，則仍在考慮和審議中。

〔四〕自政府在股市期市反擊炒家，並推出「七招」以來，公眾信心大有改善。一個可靠和敏感的指標是二年期香港外匯基金票據與美國國庫券的息差，從八月底的 566.5 基點，降至十一月三日的 262.4 基點，即兩個月內下降了 304 基點之多。股價和樓價的止跌回升當然是另一指標。但我們不能因此而自滿。香港相當幸運，因為有些外部事件，如對沖基金的財務危機，美國聯邦儲備局的二度減息，美元的突然轉弱等等，均無意中幫了金管局的大忙。但香港經濟的基本面仍然疲弱。因此港府的任務，是如何在不影響港元穩定的前提下，盡力促進經濟的復甦和成長。

〔五〕在聯匯制下，香港無法獨立於美國之外，以放寬銀根和降低利率的手段，刺激經濟。如果美國不減息。則香港祇能運用其他的政策工具，例如適度的擴張性財政政策〔減稅，退稅，增加基建開支〕，勞工政策〔加強就業和轉業培訓，提高勞動生產率〕，收入政策〔勞，資，政府三方制訂社會契約，約束工資和物價〕，房屋政策〔彈性調整供應，穩定樓價〕等等來達致振興經濟的目標。

〔六〕九月七日，港府又宣佈三十項措施，加強對證交所期交所的監管，將未經申報的拋空行為刑事化，並將非法拋空的處罰增至十萬元和徒刑二年。上述措施也包括改善監管機構與交易所的協調，和提高交易所的透明度。八月事件顯示，目前證券交易和清算的條例還存在許多漏洞，使炒家易於破壞金融秩序。監管機構與交易所結算所缺乏溝通，在某些問題上甚至公開互相指責，更損害了香港的金融穩定和金融中心的聲譽。因此，這些旨在防止炒家破壞本港金融制度的措施，是完全有必要的。

〔七〕對這些穩定金融的措施，國際炒家及其夥伴，以及一些既得利益〔例如某些證券行〕，當然又大聲指責為違反「自由市場原則」。但這種私利主導的指責，是不值一駁的。拋空行為本身並不違法，祇要依法預先借入股票便可。同樣地，嚴格遵守 T+2 的條例，也是必要的，以防止炒家操縱，和保障正當投資者的權益。不過，有一項措施是爭議性較高的，即政府考慮賦予特首權力，在公眾利益受到威脅時，能直接向交易所結算所發出指令。我個人意見認為，如果特首真的獲得這種權力的話，輕則會被人視為反應過度，重則被人視為政

治性干預，對香港損害更大。如果這種特權真有需要，政府儘可將之授予財政司司長，不必授予特首。

〔八〕另一可以理解的關注，是香港作為國際金融中心的競爭力會否削弱。最近的一實例是新加坡國際金融交易所計劃重新推出香港恆生指數期貨交易。香港業界的一般反應頗為強烈，認為新加坡是乘人之危。我個人意見是，以行政手段禁止其他中心的競爭，長期而論，是無效而且也是難以辯護的。香港自己便推出台灣期指。因此，正確的對策是改善本港的競爭力，而非向保護主義倒退。另一值得注視的不利消息是本港的國際金融中心地位的惡化。據最近發表的國際清算銀行的調查報告，今年四月，香港外匯市場的成交量，從全球排名第五降至第七，衍生工具的成交量則從第十一降至第十六。來自新加坡和其他中心的挑戰，因此必須嚴肅地正視。我主張金管局，證監會，交易所和專業機構與團體，以及學者專家，應組成一特別委員會，專門研究如何增強香港作為國際金融中心的地位和聲譽。另一面，亞洲金融風暴也教導我們，不能以降低監管標準和質素來吸引金融業務。以監管鬆弛作為招徠顧客的手段，長期而論，是下下之策。

〔九〕由於篇幅時間所限，不能在這簡短的發言中，比較香港和其他自由經濟的貨幣金融制度。我祇能簡述香港的一些特點：

- 貨幣基礎即使擴大至包括外匯基金票據在內，也有 3.6 倍的外匯儲備的支持；
- 香港長期地奉行審慎的理財政策，即使本財政年度出現頗大赤字，但仍擁有雄厚的歷年來滾存的財政儲備；
- 香港政府並無外債；
- 香港銀行體系的平均資本充足比率為 17%，是全球銀行體系比率最高者之一，而且是巴塞爾委員會所提議的 8% 的兩倍以上；
- 八月間港府雖在股市大規模購入港股，但此舉是打擊炒家的緊急行動，並非經常性的干預。總的來說，香港仍是全世界最開放，最自由，和最透明的經濟之一。

饒餘慶

香港大學經濟金融學院教授

香港特區政府外匯基金諮詢委員會委員

香港金融管理局貨幣委員會委員