

**HKMA's inputs - Response to the Requests by  
Subcommittee to Study Issues Arising from Lehman Brothers-related Minibonds  
and Structured Financial Products**

*(as requested in letter of 30 December 2008)*

1. *As the issues and problems of the subprime loans in the United States have emerged for quite some time and it has been reported and many of the Lehman Brothers-related structured financial products (including Minibonds) were much related to these subprime loans, please provide all the statements made by the Financial Secretary, the Secretary for Financial Services and the Treasury and other government officials on these subjects over the last 3 years.*

The Lehman Brothers-related structured financial products (including Minibonds) are not directly related to the sub-prime problems. According to the information submitted to the Panel on Financial Affairs of the Legislative Council by the HKAB Task Force on the Lehman Incident on 29 December 2008, the underlying securities of each series of the Minibonds and the collateral assets underlying these securities are not directly related to sub-prime residential mortgage loans in the US.

Nevertheless, the statements given by the Chief Executive of the HKMA at his regular briefings to the Panel and selected *Viewpoint* articles in the last three years in which the sub-prime problems or Lehman Brothers-related structured financial products are touched upon are attached for reference.

M8-Appendix 1

2. *Please provide an explanation on the regulatory framework, if any, and related arrangements applicable to the sale of Lehman Brothers-related structured financial products through private placement.*

Under the Companies Ordinance certain specified types of offer do not trigger the prospectus regime and the associated disclosure requirements. There are 12 categories of exempted offers (some of which are often loosely referred to in the banking industry as private placements to distinguish them from offers to the public), including offers to not more than 50 persons and offers where the minimum principal amount to be subscribed or purchased is not less than HK\$500,000 provided, in each of these cases, that a "Warning Statement" is included in the offer:

**"WARNING**

The contents of this document have not been reviewed by any regulatory authority in Hong Kong. You are advised to exercise caution in relation to the offer. If you are in any doubt about any of the contents of this document, you should obtain independent professional advice."

The Securities and Futures Ordinance, in turn, excludes these types of offer from the prohibition on the issue of invitations to the public to acquire securities which have not been authorised by the SFC. Thus, no SFC authorisation for registration or issue is required for private-placement documentation.

In relation to the sale of financial products through private placement (i.e. including Lehman-related structured financial products), licensed and registered persons are subject to the same regulatory requirements which are generally applicable to the sale of all types of securities or futures products, such as the Code of Conduct for Persons Licensed by or Registered with the Securities and Futures Commission, etc.



HONG KONG MONETARY AUTHORITY  
香港金融管理局

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 11 月 21 日

## 目錄

	<u>段落</u>
世紀金融危機 .....	1 - 5
匯率 .....	6 - 9
貨幣市場 .....	10 - 16
銀行體系穩定 .....	17 - 22
銀行業務 .....	23 - 26
彈性處理資本充足率溢數 .....	27
為港資銀行在內地提供的流動資金 .....	28
雷曼事件 .....	29 - 31
銀行監管顧問報告（簡達恆報告） .....	32
外匯基金 .....	33 - 38
附件：金管局應付金融海嘯採取的各項措施	



## 世紀金融危機

主席，上一次向財經事務委員會匯報金管局工作是在今年 4 月底。在過去的差不多 7 個月期間，國際金融環境出現了天翻地覆的變化，美國次按問題引發的信貸危機惡化，情況急轉直下，釀成了百年一遇的金融海嘯，整個華爾街變得面目全非，滿目蒼夷。叱咤一時的美國投資銀行，大部分都要轉型，被接管甚或倒閉。雷曼兄弟在 9 月中的倒閉，更加令到金融危機的傳染性加劇，並高速擴散到世界各地，為各地的金融管理當局在保持貨幣金融穩定的工作上，帶來前所未有的挑戰。

2. 香港是一個自由開放的國際金融中心，所受到的影響和需要面對的挑戰，可以說是比其他在金融領域上相對較封閉的地區來得較為猛烈和較難處理。作為負責維持貨幣金融穩定的機構，金管局一向都充分了解及明白這個特點。所以在安排工作上，一直強調要居安思危和認清在金融全球化下一個自由開放市場所面對的風險，及制訂各種備用方案，應對不同環境，不同轉變，甚至不可預測的外來衝擊。同時，我們亦積極地在國際層面表達意見，為國際金融結構的改革，國際金融秩序的改善和國際金融合作的推動作出貢獻。

3. 在上周末，財政司司長和我，作為中國代表團成員的身分，參加了在華盛頓舉行的 20 國高峰會。高峰會的討論，凸顯了現時國際金融危機的嚴峻程度和全球經濟可能陷

入衰退的風險。雖然香港的貨幣金融狀況，相對歐美及很多其他地方都較為健全，但從高峰會上的討論，顯示出現在致力保持貨幣金融穩定，金融體系正常運作，支持經濟活動的重要性。金管局會在這些工作上，加倍留意。

4. 高峰會就國際金融改革議題上，定下了五個基本原則，分別是要提高各金融環節的透明度，強化監管，促進金融市場健全，加強國際合作和改革國際金融機構。高峰會亦就這五個基本原則定出行動綱領。我們會詳細研究這行動綱領，作出適當回應。我很高興向大家匯報，初步顯示，行動綱領中在本土層面和在短期內所需作出的改革，大部分都已經在香港實施。至於國際層面和中期的改革建議，金管局會將香港作為全球主要國際金融中心之一的立場明確列出，並在各層面積極推動。現時討論國際金融改革的主要場地，是金融穩定論壇。這論壇是在亞洲金融風暴後成立的，金管局是論壇的成員，我們會繼續活躍參與論壇的工作。

5. 主席，接著下來，我會集中討論在世紀金融危機下，金管局在保持貨幣金融穩定的工作。幻燈片第 3 張至第 12 張，描述了世紀金融危機最近的演變，由信貸危機發展至金融企業資不抵債的危機及繼而引發嚴重的信心危機。因為時間關係，我不在此作詳細介紹，對此課題有興趣的議員，可以將資料用作參考，如有問題，在能力範圍內，我樂意回答。這個危機的嚴重性，可以看看第 5、第 6 及第 7 圖表便可略知一二。

## 匯率

6. 在美國政府決定不挽救雷曼兄弟而引發世紀金融危機的同時，亦激發全球外匯市場的大幅波動。據我觀察，主要原因有三個。第一是因為救亡的需要，在海外的資金大舉被抽調回美國。第二是在美國以外地區，如歐洲，因雷曼的倒閉而醒覺到問題的嚴重性和傳染性，令滯後的市場情緒反應突然集中起來而對經濟前景作出重新評估。第三是因此而引發大量套匯套息活動恐慌性地平倉離場。結果是美元出乎意料地大幅升值，令市場將美國需要大量創造貨幣的救亡行動對匯價的負面影響，暫時拋諸腦後。除日圓之外，大部分採用浮動匯率制度的亞洲貨幣兌美元都明顯貶值，當中尤其以韓圓、澳元、印尼盾的貶值幅度最為顯著。

7. 全球外匯市場的大幅波動，當然對港元匯率的穩定造成極為不利的環境。但事實上港元匯率不但沒有貶值的壓力，反而偏強，在接近強方兌換保證的水平徘徊。在世紀金融危機的複雜和緊張環境下，港元匯率的表現是令人欣慰的。箇中原因是值得詳加分析的，有助大家了解下一步發展和作出適當的應對。

8. 港元匯率偏強主要原因有三個。第一是早前沽空港元的套息活動在信貸變得緊張的環境下需要平倉。第二是各經濟環節為應付香港業務的需要，包括彌補各種金融資產價格

下跌所帶來的資金壓力，將外幣資產調回香港應用。第三是（此為較次要因素）因為本地信貸緊張，港元利息高企，習慣在港元同業市場拆借港元作營運資金的外資銀行，需要轉用賣美元買港元的方式去滿足他們的港元營運資金的需求。這三個原因，抵銷了國際資金為應付贖回潮而在香港出售金融資產，並且把有關的資金兌換成外幣時為港元帶來的沽售壓力。當然，國際金融界對港元聯繫匯率制度的信心，對特區政府維持聯匯制度的決心，對金管局保持匯率穩定的能力，並未因世紀金融危機出現而有所動搖。這些都是港元匯率能保持穩定的決定性因素。

9. 主席，我過去多次在不同場合提過，香港的貨幣金融穩定得來不易，亦不是理所當然的。自由開放的環境往往為工作增加難度，但自由開放亦是香港作為國際金融中心的競爭力所在。百年一遇的困難環境，正是大家需要保持鎮定，不要自亂陣腳，珍惜得來不易的東西，同心協力的時候。試想，港元匯率如果因某種原因，例如是信心問題，現時是弱勢而非強勢的話，情況會怎樣呢？

## 貨幣市場

10. 匯率穩定在偏強水平，為紓緩信貸緊張提供有利的環境。我現在向各位介紹港元貨幣市場的狀況和金管局在世紀金融危機下在貨幣市場上各項行動(見附件)，包括背後的考慮和行動的成效。

11. 華爾街第四大投行雷曼兄弟的倒閉，令銀行同業間的信心大受打擊，各銀行為求自保都不願意將流動資金借出，令同業拆息大幅飆升，同業市場主要功能幾乎停頓。在這突發和極端的情況下，金管局即時作出反應，在匯率偏強的情況下，依照貨幣發行局的原則，買入美元賣出港元，增加銀行體系總結餘，即頭寸總額，系統性地紓緩同業市場因擔心信貸風險而產生的緊張狀態。直至 11 月 20 日，金管局主動地在兌換保證範圍內購入共 32 億美元和注資共 248 億港元。另外，在強方兌換保證水平上被動地購入共 71 億美元和注資共 548 億港元。總結餘於 11 月 24 日將增加至 843 億港元，已超過在 2004 年因憧憬港元隨人民幣升值時約 550 億的歷史高水平。

12. 最近這些注資行動，對壓低同業市場短期利率，效果理想，但較長期的同業拆息，因銀行仍憂慮信貸風險以及受同期美元同業拆息的影響較大，表現比較頑固。觀乎情況，特別是在保持匯率穩定的大前題下，金管局的注資行動是可以持續下去的，總結餘的增加是沒有上限的，同業市場緊張情緒應可進一步穩定下來。注資行動的最終目的，當然是維持寬鬆的貨幣環境，配合其他措施，盡量將此環境滲透到零售層面、企業層面，令借款人可以渡過世紀金融危機所帶來的經濟難關。

13. 銀行系統的流動資金，當然包括可經貼現窗用作貼現或在市場售賣兌現的外匯基金票據。這些在 90 年代初期開始推出的貨幣工具，在這個非常時期正好發揮了重要功能，超乎我當初推出此計劃時的預期。外匯基金票據的流動性和貼現功能，極受銀行歡迎，令需求近日持續上升。為更好地滿足需求，金管局已在最近增發了 40 億的外匯基金票據。有關行動是依照貨幣發行局的規定而作出的，技術上只是將基礎貨幣的不同組成部分作出轉移。在市場有需要時，金管局可以繼續增發外匯基金票據的。

14. 向銀行體系提供更多流動資金，是宏觀層面的行動，未必能夠在個別銀行層面發揮作用。在同業市場拆借無門的銀行仍然有流動資金的需要，如果不滿足這些需要，最終受影響的可能是依靠銀行信貸的客戶。針對這個微觀層面的問題，金管局在 9 月 30 日推出了五項臨時措施，經貼現窗或貼現窗以外的特別安排，為個別有需要的銀行，提供有抵押的流動資金。細節已在公布時清楚列出，在此不再介紹。經這五項臨時措施而提供的流動資金現時的總額大概是 62 億港元(最多時達 114 億港元)，對象可以理解大多數是在香港沒有存款基礎的外資銀行分行，但亦有本地銀行。這些貸款是有抵押的，而抵押品的信貸評級是由金管局釐定，並且有足夠的扣減（或俗稱「剃頭」）安排，風險是可以接受的。此外，金管局亦於 11 月 6 日就關於有抵押有期貸款推出兩項優化安排，包括將有關貸款的期限由 1 個月延長至 3 個月，以及可能以低於同業拆息提供有關貸款。

15. 另外，為營造較寬鬆的貨幣環境，金管局亦從流動資金的價格着手，在 10 月 9 日將釐定貼現窗基本利率的方程式作出修改，實際是將貼現窗基本利率減了一厘，令銀行從金管局借入流動資金的成本下降。供應與價格雙管齊下的行動，大致上已令銀行同業間的信貸緊張狀況穩定下來，令貨幣市場運作改善，亦令大部分銀行作出減息的行動，支持經濟。如無新的突發事件，令信心再受損，香港貨幣市場應可慢慢回復正常運作。金管局將會密切注視情況，適時作出理順市場的行動。

16. 主席，幻燈片第 13 至 30 頁，是介紹金管局在維持貨幣穩定工作上所留意的事項，包括外圍環境，特別是內地的經濟情況，通貨膨脹的最新展望和本地的經濟狀況，包括資產價格下調的影響等等。因時間關係，我亦不作詳細介紹。有問題的話，我和我的同事會樂意回答。

### 銀行體系穩定

17. 百年一遇的金融海嘯，簡單說其實已將美歐各地的銀行體系，用國際貨幣基金組織總裁在華盛頓舉行年會時的話，推向全面崩潰邊緣。各地政府，毫無選擇地要推出前所未有的大型救亡行動，利用公帑「包起」整個銀行體系。大家都可能觀察到，最先進的資本主義自由市場經濟體系，在金融環節上都不同程度地可以說是變成社會主義市場經濟了。公有制為主的銀行體系已不單是中國內地的特色。當

然，這個突變並不顯示資本主義失敗，但我個人覺得在政治與金融的關係上，是具啓發作用的。這個課題，待日後有時間才再作研究吧！現時應留意的當然是這些發展對香港銀行業的影響和對保持銀行體系健全運作，保障存戶利益工作上的挑戰。

18. 雷曼的倒閉在香港引發的事件，我相信是導致有銀行出現擠提的原因之一。在銀行零售網絡中進行投資活動的投資者，絕大部分亦是銀行存戶。當他們利益受影響時，市民大眾（不一定是受影響的投資者）對銀行的信心自然動搖，儘管銀行存戶一向以來都受到一定程度的保障。銀行審慎經營的監管和存款保障計劃是維持存戶對銀行信心的基礎。

19. 香港的銀行體系是健全的，在金融海嘯爆發時，本地銀行的資本充足率平均約 14%，流動資金比率平均超過 40%，零售銀行問題貸款比率低於 1%。但這些客觀數字在世紀金融危機影響下，對穩定存戶信心的實際作用有限，有銀行擠提是一個很清楚的證明。當然，銀行擠提事件很快便平息了，但歐美銀行體系面臨崩潰的一個週末（10 月 11-12 日），為香港銀行體系的穩定帶來我們認為不可接受的風險，特別是歐美銀行在香港的分行，及各個本地中小型銀行的處境。很明顯，重現銀行擠提的風險正在不斷增加，我們有需要作出果斷的行動，直接加強存戶的信心。在 10 月 14 日諮詢外匯基金諮詢委員會後，我們公布了有時限的百分百存保安排，詳細情況我已在 10 月 17 日向財經事務委員會匯



報，在此不再重覆。2010 年底後較長遠的存保安排，我們將繼續廣泛諮詢，然後提出建議與相關的條例修訂。

20. 其實，在這個課題上，要討論的不僅是保額和保費的釐定，關鍵是要在清晰和較大範圍的存戶保障與有可能出現的道德風險之間取得平衡。外國經驗指出，存保引起的道德風險，多體現於銀行體系不同角色會面對不同的誘因扭曲，減低資源分配和整個銀行體系的效率。雖然這些道德風險是不容易量化的，但仍需要審慎處理和設法管理。我希望在這些環節可以有客觀的討論。

21. 在世紀金融危機影響下，保障銀行體系穩定的工作上，金管局的策略是從三方面着手的。首先是剛才向各位議員介紹的增強存戶信心的行動。第二是為銀行體系或個別銀行提供流動資金，剛才亦都介紹過了。第三方面是協助銀行保持充足資本，維持各方面對它們的信心，亦可以讓它們盡量繼續正常運作，肩負資金融通的重要角色，在困難的時候繼續給予經濟最大的支持。在艱難的時候，銀行如要增加資本是不容易的，一方面可能引起市場對其財政狀況的誤解，另一方面市場上亦未必有足夠的新資本供應。所以我們亦都在 10 月 14 日引進一個備用銀行資本安排，在本地註冊銀行有需要時，向它們注資。這個備用安排，是一個防禦措施，在 10 月 17 日亦已向財經事務委員會介紹過，在此亦不再重覆。

22. 銀行體系的穩定，此時此刻對香港至為重要，在世紀金融危機的影響下，銀行、債券與股票市場三個資金融通渠道已經淤塞了兩個。新股上市活動已停頓，公司發債的安排亦寥寥無幾，資金融通的重任現時單靠銀行渠道。保持銀行體系穩定，亦是保持經濟繼續運行的關鍵。

## 銀行業務

23. 現在銀行業面對的困難是多方面的。雖然存戶的信心已穩定下來，流動資金亦不成問題，備用資本支持亦已落實，但金融資產價格大幅下降和經濟狀況轉差等因素，都會為銀行業務帶來壓力。具體情況包括以下幾方面：

- (一) 銀行要為金融產品投資虧損撥備或撇帳。
- (二) 各類借款人的還款能力受金融危機影響而下降，令銀行不良貸款比率有上升壓力。
- (三) 住宅樓宇價格下調令按揭負資產宗數和金額增加。
- (四) 銀行業非傳統的金融服務需求幾乎停頓，令銀行非利息收入大幅下降。
- (五) 個別銀行要為海外（和內地）分支機構提供流動資金和資本。
- (六) 在雷曼事件上，銀行要為回購和賠償作出準備。
- (七) 全球金融業面臨結構性轉變，金融創新將受大力約束，國際監管水平亦會提高，銀行審慎經營的標準亦會提升，有可能令銀行經營成本增加。

24. 面對這一系列的問題，銀行收緊信貸的行為是可以理解的。但我認為銀行亦需理解信貸緊縮和經濟下滑互相影響的可能性。如果形成了惡性循環，銀行業務所受的壓力可能更大。根據我們的觀察，銀行提供本地使用的貸款總額踏入2008年直至9月底每個月都是有增長的。在9月底，在香港使用的貸款達25,900億，比去年年底增加了14%。10月的情況，我們還未有統計數字，但從銀行方面初步得悉，在香港使用的貸款可能有所放緩，但詳細情況，我們仍在觀察當中。

25. 各位可能不知道，今年港元存款量一直都有下降的趨勢。在9月底，港元存款總額是29,500億，與去年底比較下降了4%。銀行在金融危機和資金來源減少的情況下，仍然有增加信貸，以致整個銀行體系的港元貸存比率已由去年底的71%上升至9月底的81%，當中零售銀行的港元貸存比率亦由去年底的65%上升至9月底的73%。

26. 當然，我同意銀行應和各借款人共渡時艱，不應「一刀切」收縮信貸，要以大局為重，同舟共濟，特別是幫助中小企，但大家亦應該理解銀行本身亦面對一個十分艱難的經營環境，必須審慎管理信貸風險。金管局會繼續與銀行保持溝通，協助銀行肩負獨力支撐資金融通的重大責任，保持銀行體系繼續暢順運作。

## 彈性處理資本充足率溢數

27. 在鼓勵銀行繼續提供信貸的課題上，在這裡我有兩個公布。第一個是有關資本充足率的監管的。金管局現時為每間本地註冊銀行都訂下一個比法定最低資本充足率（8%）為高的監管要求最低資本充足率，溢數按個別銀行情況而定。為協助本地銀行更好支持經濟活動，金管局會視乎情況，在有需要時將彈性處理個別銀行有關溢數，令它們可以有較多空間進行貸款。但我亦需要強調，這是一項暫時性的措施，銀行在任何時間及環境都需要審慎管理信貸風險，而衡量信貸風險亦是銀行的責任。

## 為港資銀行在內地提供的流動資金

28. 第二個公布是有關港資銀行在內地的流動資金安排。最近，因世紀金融危機，本地銀行在海外的分行或分支機構，作為當地的外資銀行，亦承受着不同程度的壓力。具體情況視乎當地監管當局在提供流動資金上的措施和當地同業的態度而定，正如在香港金管局對本地銀行和外資銀行的安排亦有不同。在處理這一類問題上，是需要監管和貨幣管理當局跨境合作的。為此，金管局正在與其他中央銀行探討，在有需要時港資銀行在當地的分行或子行可以從當地的中央銀行取得有抵押的流動資金，而有關的抵押品可由金管局代為在港保管或由該中央銀行直接保管。我高興向財經事務委員會匯報，在這項工作上，金管局最近已和人民銀行在

現有合作平台上，擬訂好安排，並付諸實行。在內地有流動資金需要的港資銀行，可向人民銀行或金管局提出。這個安排，有助內地的港資企業，在信貸環境轉差情況下，可繼續從內地的港資銀行獲得融資。長遠來看，我希望可以將這個安排演變成爲金管局與其他中央銀行之間的一個常設貨幣掉期安排，以應付各種可能出現的問題或業務需要。

## 雷曼事件

29. 在雷曼事件上，金管局現時的工作是集中於處理投訴和撰寫向財政司司長提交的報告。金管局亦任命了獨立財務顧問去確保迷你債券的估值和回購工作公平進行。此外，我們亦提出了調解與仲裁安排，以協助投資者與銀行間解決問題。至於處理投訴的進度，金管局已作出了定期公布，至今已評估超過 7700 個案，並已將 166 個案經初步調查後轉交予證監會作進一步調查跟進。

30. 在撰寫向財政司司長提交的報告的工作上，金管局正研究各方面的相關問題，包括保障投資者的政策和監管理念與架構，風險披露的安排與具體監管手段等等。在研究這些重要的課題時，我們會汲取雷曼事件的經驗，亦需要和國際金融大環境的轉變有所配合。銀行網絡在正常情況下能爲投資者帶來的方便和成本效益，是不容忽視的，銀行與證券行之間的公平競爭，基本上亦是符合大眾利益的。我們將會研究銀行銷售金融產品的程序，以及對銷售過程的監管，以減

低將來對於銀行分銷此類產品的爭議。更長遠來說，我們亦會探討現行的監管模式是否有改進空間。這個模式至今已推行六年，而期間零售金融產品迅速發展，而其複雜性亦日益增加。因此，我們認為是有需要檢討現有的模式是否有改進的空間。簡達恆先生亦在銀行監管的顧問報告中作出類似建議，包括檢討金管局及證監會的權責分工，以及是否有需要設立一個獨立的銀行業（或金融業）的申訴機制。這些都是值得詳細探討的範圍。

31. 主席，有關這些複雜的問題，我們會在金管局的報告上提出並提供意見，讓特區政府能作出政策層面的決定。

### 銀行監管顧問報告（簡達恆報告）

32. 我剛才已提及，今年7月公開的金管局維持銀行體系穩定工作的顧問報告，即簡達恆報告，亦有就相關課題作出建議。簡達恆報告的諮詢，已在10月底結束，財經事務委員會亦會另擇日期討論報告內容。我們希望能夠在明年上半年就簡達恆報告內的其他建議作出政策上的回應。

## 外匯基金

33. 主席，因時間關係，我將金管局就有關銀行業其他方面的工作報告跳過，請各位參考幻燈片第 35 至 46 頁上的資料。另外，發展金融基礎設施與維持香港國際金融中心地位的工作，亦可以在幻燈片第 47 至 55 頁上找到。我最後向大家匯報的是外匯基金投資管理上的工作。

34. 用「困難」兩個字來形容今年的投資環境已經是非常不貼切的，情況之壞可以說是百年一遇。全球性的世紀金融危機令各地金融市場出現大幅波動，今年頭三季各地的股票市場均錄得大幅下跌，踏入 10 月，情況更急轉直下，投資於股市的投資者，可謂無一倖免。信貸市場幾乎停止運作，信貸風險溢價大幅飆升，令債券價格下跌。傳統上風險最低的美國國庫券，在減息的支持下，價格只可以說是保持平穩。另外，美元出乎意料之外的強勢，亦令非美元的外幣金融資產相對價格下降。

35. 在這極之不利的投資環境下，外匯基金在今年第三季繼續錄得帳面虧損，數字是 483 億。加上上半年 350 億的虧損，今年頭九個月的虧損是 833 億，回報率為負 5.8%，跌幅相比整體市況為小，反映出外匯基金一向採取保守的投資策略是適當的。再者，這虧損的主要來源是外匯基金內港股組合於今年頭三季達 569 億的虧損。大家會記得，這些港股是十年前動用外匯基金入市取得成功後一直持有的剩餘部

分。我們曾承諾不會沽出這批股票，避免對市場造成影響。因此，外匯基金現時持有的港股組合是歷史因素所致的長期投資。事實上，若撇除港股組合這被動性的投資，外匯基金其餘的投資組合在今年頭三季的回報率僅為負 1.9%。此外，值得強調的，是外匯基金並未有投資在一些高槓桿或結構極為複雜的金融產品上，亦未有因外地金融機構的倒閉而蒙受任何重大損失。

36. 外匯基金投資錄得虧損，對今年財政收入不會造成影響，原因是分帳安排已經改為收費安排。今年的收費率是過去 6 年外匯基金投資組合的平均回報率，即 9.4%，今年庫房從外匯基金取得 400 多億的收費是不會改變的。當然，明年用的 6 年平均回報率，是會因為今年的虧損而拖低，但可預測性仍然是非常高，不會令政府在這方面失去預算。

37. 在投資虧損的情況下，向庫房支付費用會令外匯基金的累計盈餘減少。頭 9 個月已減少了 1,309 億。各位大概可以理解外匯基金累計盈餘為穩定財政收入而承受着高度的波動。其實，這也是符合議員過去的要求，就是在政府財政有需要的時候，將外匯基金累計盈餘一部分轉移到一般帳目上運用。

38. 主席，現在我和我的同事樂意解答議員有關金管局工作的問題。我亦安排了將我的講稿分派給議員和傳媒朋友。

香港金融管理局



**附件：金管局應付金融海嘯採取的各項措施**

日期	行動	目的
9 月 18 日至 11 月 20 日	主動在兌換範圍內向銀行體系總結餘注入資金合共 248 億港元 被動地購入共 71 億美元和注資共 548 億港元	回應市場信貸緊縮及港元資金需求上升的情況 市場人士將美元長倉平盤令港元匯率偏強至強方兌換保證水平。金管局因應銀行要求沽出港元
9 月 30 日	推出 5 項臨時措施，為香港持牌銀行提供流動資金支持	在持牌銀行有需要時，提高對它們提供流動資金支持的靈活性
10 月 8 日	調整基本利率的計算方程式	幫助銀行從貼現窗以較便宜的價錢及以較輕微的懲罰息率的溢價取得流動資金，長遠來說，對同業市場帶來穩定的作用
10 月 14 日	宣布鞏固香港銀行體系信心的新措施，包括存款擔保及備用銀行資本安排	進一步鞏固本港銀行體系信心及保持銀行體系穩定
10 月 20 日	擴大外匯基金票據及債券發行計劃以加強銀行的流動資金管理	有助應付銀行為管理流動資金而對該等票據的需求有所增加的情況，亦可讓銀行更有效運用貼現窗及金管局推出的其他流動資金安排
10 月 24 日	發出存款擔保及備用銀行資本安排指引	防範銀行因該 2 項措施而出現道德風險及不審慎營運的情況
10 月 29 日	發出有關中小企貸款的通告	重申銀行在金融風暴下，在推動經濟發展中扮演的重要角色，及應如何在審慎經營及提供信貸間取得平衡
11 月 6 日	公布為持牌銀行提供流動資金支持的 2 項優化安排	協助銀行應付年底時對流動資金的額外需求，確保銀行體系有充足的流動資金供應，以及進一步紓緩同業市場面對的壓力
11 月 19 日	發出有關「香港企業財務困難處理守則」的通告	強調只要有財務困難的企業仍有合理的生存機會，銀行便應讓其繼續經營，不應輕率地接管借款人或發出還款令
11 月 21 日	公布彈性處理對個別銀行資本充足率溢數的暫時性措施 公布為港資銀行在內地提供流動資金安排，並跟人民銀行訂出安排，付諸實行	協助本地銀行更好地支持經濟活動，在有需要時將彈性處理個別銀行有關溢數，令它們可以有較多空間進行貸款 有助內地的港商企業，在信貸環境轉差情況下，可繼續從內地的港資銀行獲得融資

## 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。這可從幾方面可見到：

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<sup>1</sup>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

<sup>1</sup> 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<sup>2</sup>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。

---

<sup>2</sup> 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。

## 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 1 月 29 日

#### 引言

1. 在去年 11 月初向財經事務委員會匯報金融管理局的工作的時候，我用了很大篇幅分析美國的次按危機，和可能為香港貨幣金融穩定所帶來的影響。在當時市場十分暢旺的背景下，我提醒有關人士要提高警覺，充分了解和審慎管理好面對的風險，做足防禦措施。
2. 言猶在耳，次按危機引發金融市場向下調整的趨勢便在 11 月中形成。各地股票市場都從高位大幅回落，香港流動性高的股票市場，下調的速度及幅度較大，直至上星期五的短短兩個多月時間，超過百分之二十。
3. 我當然希望各金融市場上的有關人士，不需要我的提醒，亦能充分了解和審慎管理好他們所面對的風險，令到在金融市場出現較大幅度的調整的時候，不會為他們帶來太難處理的問題。事實上，過去兩個多月的市場波動，在金融系統層面，並未為香港的貨幣金融帶來結構性的問題。當

然，在個別市場參與者的層面，直接或間接地一定會有不同的盈虧和資產負債上的影響，希望這些影響都是在他們承受能力範圍之內。

4. 各金融市場的大幅波動，可能仍然會持續一段時間，因為美國的次按危機，演變到現在，已經成為一個信貸危機，有可能引發經濟衰退。問題的嚴重性，已遠遠超越次按的範圍了。美國政府正在運用財政與金融政策，雙管齊下，希望避免經濟衰退出現。但政策的成敗，仍然存在很多未知數，對各市場（特別是房地產市場）的影響，對信貸緊張狀況的影響，對各金融機構資本壓力的影響等。良好的風險管理安排，仍然是各市場人士優先處理的工作，不能掉以輕心。

5. 我現在就金管局的各工作範圍，向各位議員介紹，我們如何在這個複雜的環境下，履行我們的責任。

#### 匯率穩定

6. 在保持匯率穩定的工作上，相信各位議員都記得在去年 10 月底 11 月初，因為有大量投機性的資金流入，金管局要在強方兌換保證被動地吸納美元和賣出港元，以穩定港元匯價。這個行動是成功的，隨着銀行體系總結餘的擴大和港元同業拆息相對美元同業利息折讓的拉闊，套息活動慢

慢出現，令港元匯率回軟，現貨匯率返回到較接近 7.80 的水平，一年期貨匯率亦回軟，顯示聯繫匯率制度運作良好。

7. 當然，期間港元利率在同業市場無可避免地出現了較大的波動，從與美元利率看齊，變成出現約兩厘的折讓，其後折讓又因新股上市和股票市場交投活躍，對流動資金需求增加而收窄至大約 140 基點。但這些都是同業拆息的短期波動，對零售層面的存貸息率並未帶來同樣的影響。當然，上星期美國聯儲局突然減息四分三厘，在整個港元利率結構上都充分反映出來。

#### 貨幣市場狀況

8. 值得一提的是在過去幾個月，貨幣市場出現的一個較特殊的發展和我們的反應。一如圖表顯示，過去幾個月，同業拆息和外匯基金票據孳息間的距離明顯拉闊，由以往長期只有幾十點子的折讓，在去年 12 月一度拉闊至超過 400 點子。經研究後，我們認為引致上述情況的原因有兩個：第一是銀行體系對外匯基金票據這種可作為向金管局貼現流動資金的工具的需求，在股票市場暢旺下大幅上升；第二是各銀行對同業市場所冒的信貸風險有所保留，這可能受到歐美貨幣市場緊張狀況所影響。

9. 我們亦認為這兩個原因中，前者比後者重要。這是可以從市場基礎設施使用量的數據顯示出來的。一方面，

港元即時支付系統的結算量，隨着股市交投暢旺而大幅增加。另一方面，銀行運用手上的外匯基金票據貼現流動資金的使用率亦有上升的趨勢。使用率在去年第四季平均超過 60%，而在每天個別高峯時刻，使用率更會超過 80%。

10. 處理這情況最好的辦法當然是增加外匯基金票據的供應量。但是在貨幣發行局的制度下，作為基礎貨幣一部分的外匯基金票據的增加是要有百分百美元支持的。我們面對的選擇，是將發票據所得的港元去購買所需的美元作支持，或是在貨幣基礎內不同的組成部分作內部轉移，即是將總結餘作出同步和同量的扣減。由於總結餘在 2007 年 10 月底因市場操作而擴大了，我們選擇了後者，將總結餘減少 60 億元用以支付銀行買入的 60 億元票據。這選擇是對的，行動前後的匯率和利率穩定性是有效的見證。

11. 增加 60 億元外匯基金票據供應後，票據的孳息率相對同業拆息的折讓，收窄至大概 100 點子。這個折讓幅度，仍然較正常為多，有可能是因為銀行體系對外匯基金票據的需求仍然殷切，亦有可能是反映銀行在同業市場對同業間的信貸風險仍有保留。餘下的折讓，不論是由於那一個原因引致，都會是我們在未來幾個月在貨幣市場上關注的問題，有需要時我們會作出適當的進一步理順行動。

12. 當然，更重要的是，我們會繼續注意外來因素的轉變對貨幣穩定的影響。現時在我們雷達螢光幕的項目，仍

然集中於三個環節上，就是歐美的次按及信貸危機，內地的宏觀調控和本地的通脹狀況。

### 美國次按與信貸危機

13. 次按在美國所引發的金融經濟問題的發展，關鍵仍然在美國房地產市場的前景。現時美國空置住宅的存量，較正常高出一倍，大約是 9 個月的正常產量。雖然近期產量已大幅減少，但需求亦因房屋價格正在下調而大幅減少。估計需要一段長時間和更多的價格調整才能將供求拉近，並且找到新的平衡點。希望美國的財政措施，較寬鬆的宏觀貨幣環境和幫助供樓人士，特別是針對次按問題的措施，能夠縮短調整過程及減低對房地產價格的下降壓力，使美國經濟能夠軟著陸，從而減低透過貿易渠道而傳導到世界各地貿易伙伴的負面影響。

14. 但經過金融渠道而傳導的影響，將會隨着市場對前景的不同看法、隨着宏觀經濟數據的出現、微觀企業業績的公布及金融機構實際狀況而變動。可以肯定地說，變動的幅度將會是很大的。在市場全球化的環境下，亞洲市場是不可能獨善其身的。過去有市場人士及學者曾經推介一個新興市場與歐美市場間的「分道揚鑣理論」(Decoupling Theory)，以解釋新興金融市場與歐美市場間的不同表現。但我認為在全球化的環境下，「分道揚鑣理論」是很難成立的。短期市況的不同表現，可能只是全球投資資金分布，因不同的消息

而產生的短期一窩蜂形式的調整。而因調整而引發的市場走勢，不同程度上亦似乎確認了調整資金分布的原因，吸引了更大、同方向的資金流動。這種全球化下金融市場的特殊動力，其實是經常帶出另外一種分道揚鑣狀況的——一是金融市場與經濟基調間的短期脫節狀況。亦經常為各市場，特別是新興市場帶來大幅波動，為保持貨幣金融的工作加添困難。

15. 我個人的觀察，金融市場的情緒，在最近兩個多月，似乎已經從一廂情願祈求問題自動消失的心態（self-denial），過渡成為一覺醒來接受問題嚴重的心態（awakening）。後果當然是市場大幅下調。與此同時，全球各市場的同步性亦重新出現。近期的市場發展，是令人擔心的。市場情緒好像突然又來一個大轉變，從接受現實變成世界末日的情緒（doomsdayish）。還好，美國聯儲局上星期的突然減息行動，似乎為市場下了一服有效的鎮靜劑。當然，次按及信貸危機是需要時間解決的，但冬天過後，春天一定會來臨的。有良好的風險管理，香港的貨幣金融系統是應該可以抵禦不同形式的金融風暴。良好的風險管理，是建基於對金融風險的充分理解。在這方面，金管局一直以來都有透過不同渠道，為市場和有關人士及機構，提供我們對金融問題上的專業看法和分析，亦向受金管局監管的機構，提供風險管理的指引。

## 內地宏觀調控

16. 同樣值得大家留意的，是內地宏觀調控的行動和影響。香港背靠內地的形勢，大家都很熟悉。內地經濟金融情況，對香港是有重大影響的。

17. 內地的貨幣金融狀況和面對的問題，我在去年 11 月初已經向財經事務委員會作出詳細分析。過去兩個多月來，狀況並未出現基本上的改變，但金融政策力度上已從「適度從緊」提升為「從緊」，以應付正在上升的通脹。期間，人民銀行繼續將存款準備金率提高，以減少銀行體系內的流動資金和信貸增長的源頭。人行亦將貸存利息提高，增加信貸成本以減低信貸增長速度，亦增加存款吸引力，以減低消費為通脹帶來的壓力。

18. 這些在自由市場經濟慣用的金融調控工具，在一個尚未完全市場化的經濟體系所能發揮的功效，可能是有限的。大家都可能留意到，內地有關政策部門亦正在實施行政手段去控制通脹。觀察現時內地的經濟結構，用行政手段去調控經濟是有需要的，而且功效較顯著、快捷。但行政手段是會扭曲資源分配的，最終加重解決問題的成本，代價可能是大的。

19. 另外，行政手段對金融市場的影響是較難預測的。因為遊戲規則的突變，對各行業正常運作的影響，亦難以估計。背靠內地的香港自由市場，是要對這些難以預測的



市場影響，盡量作好準備。在內地進行經濟活動的行業，亦應保持警覺，多了解行政宏調手段有可能為他們帶來的影響，例如資金來源突然停止（而非資金成本上升）的問題，和因此而可能引致無法履行合約的風險。

### 香港的通脹

20. 最近，香港的通脹率出現了較明顯的上升趨勢。扣除減免差餉等的影響後，按年比較，消費物價的上升率已達到百分之三至四。食品價格與租金的上升是通脹上升的主要原因。食品方面，入口來源地本身的價格上升與匯價的影響是主要因素。租金方面，絕大部分是反映私人樓宇的供求情況，與樓價上升的趨勢相配合。

21. 通脹是不受市民大眾歡迎的經濟現象，特別是收入增加追不上通脹的家庭。我知道這個是大家非常關心的問題，亦正在這個問題上作出廣泛的討論。我有幾個觀點提供給大家參考。

22. 第一，香港是一個極向外型的經濟體系，外貿量是生產總值的三倍。香港沒有本地資源，差不多所有日用品和生產器材都從進口而來，所以長期來說香港的通脹率是很難與全球，特別是進口來源地的通脹率有大距離的。現時香港的最大兩個貿易伙伴（內地與美國）的通脹率分別是接近7%和4%，都比香港的通脹率高。

23. 第二，價格上漲是經濟蓬勃的一個必然現象，雖然蓬勃的經濟環節，如金融和地產，不一定是惠及廣大市民的，因為這兩個行業與其他行業之間的滲透度可能不太廣泛。要紓緩通脹，如果從整體需求方面着手，便是要壓抑整體需求去冷卻經濟，這不一定受有關人士歡迎。況且，香港的房地產市場，經過 98-03 年五年的大調整，現在正隨着過去 4 年的持續經濟復甦而回復生氣，大部分小業主都可以和負資產正式說聲再見，他們的境況，也是值得關心的。另外，蓬勃的金融業，是保持香港國際金融中心地位的關鍵，亦不宜加以壓抑。

24. 第三，若要從供應方面着手以紓緩通脹壓力，大家亦要充分考慮香港的特殊經濟結構。除各服務行業外，香港製造的消費項目少之又少。所以，供應方面的措施便只可以從土地和勞動力兩個生產元素處着眼。土地（包括房地產）的供應，我不是專家，不能提供有建設性的意見。勞動力方面，研究顯示生產力的持續增長，是近年來全球低通脹的主因之一，而生產力的增長是有賴近年來資訊科技的發達和普及運用所致。其實，近期失業率的下降和預期工資的上升在自由市場環境下自然會造成誘因，引發各行業增加資訊科技上的投資，令生產力的增長能夠持續下去，抵銷部分加價的壓力。

25. 第四，有經濟理論說通脹是純金融的現象，反映太多剩餘資金追逐有限的商品。在一個細小而對外開放的經

濟體系，這個理論的實現空間較少。雖然大部分服務（非貿易消費項目）的供應是有限的，但貿易商品的供應是全球化的，也可以說是無限的。相對於全球的商品需求，小小的香港內部需求是不可能影響貿易商品的國際價格水平的，所以，在固定匯率之下，運用金融手段以壓抑通脹的空間是小的。

26. 第五，相對外向程度較低的經濟體系，在香港，貨幣的匯價對通脹的影響可能比較大。但近期因美元疲弱而令港元兌其他貨幣匯價下降，並非通脹主要成因。本港經濟持續向好，失業率持續下降，內部需求強勁，令非貿易的消費項目價格顯著上升，加上貿易商品來源地本身的較高通脹，可能是更主要的成因。

### 銀行體系

27. 接着下來，讓我簡單向各位匯報香港銀行體系的狀況。歐美次按及信貸危機，充分表明銀行資本充足的重要性。近年來本港銀行資本充足率有輕微下降的趨勢，可能是受到股東要求更高回報的壓力所影響。有效運用資本當然對股東是重要，但保持資本寬裕，從容應付突發事件，保持客戶對銀行的信心，亦是符合股東長遠利益的。香港本地銀行的資本充足率，在去年實施新資本協議之後，平均資本充足率仍然有 13.6%，仍然遠超法定最低水平的 8%。

28. 銀行流動資金亦保持非常充裕，但如我剛才所說，在資本市場交投量大幅上升下，銀行對具超級流動性的外匯基金票據的需求亦大幅上升。有需要將不同流動性的金融工具互相替換，以增加同業市場結算效率。增加外匯基金票據對達到這目的已經有很大的幫助。

29. 因為經濟蓬勃的關係，銀行存貸息差最近有顯著的回升，資產質素亦保持良好，負資產按揭已成過去的問題。次按危機對香港銀行業整體未造成系統性問題，但對個別銀行的盈利則造成不同程度影響。從監管的角度來看，我鼓勵銀行用保守的態度，為受次按危機影響的資產作充足的撥備與撇帳，盡量令問題成為過去。但我理解銀行是面對缺乏準確估價的困難，亦受保障股東的會計制度所限。可惜，歐美銀行的情況顯示，「啣牙膏」式的撇帳與撥備，是會對銀行的信心有負面影響的。此外，面對由次按所引起的市場及經濟波動，極有可能令資產質素變壞，我希望銀行在貸款方面遵守審慎原則。

30. 我在上次向財經事務委員會匯報時曾經向各位透露說要居安思危，為銀行體系和金管局在監管銀行工作安排上作一個身體檢查，我很高興得到議員與銀行界的支持，及簡達恆先生同意充擔顧問。有關工作已經開始並希望可以在第二季度完成。

31. 另外，金管局在銀行監管，銀行政策及銀行業務發展上的各項工作都進度良好，例如擴大商業信貸資料共用範圍和防洗黑錢的工作方面。

### 金融市場基礎設施

32. 現在向大家匯報金管局在金融基礎設施上的工作。香港的金融基礎設施正朝着地區化的方向發展，有希望成為亞洲時區的支付結算樞紐，進一步強化香港國際金融中心地位。

33. 具體工作方面，在去年 12 月我們成功引進一個外匯基金票據的電子交易系統。另外，我們正在將各貨幣的即時支付系統的技術平台，改為開放形式運行，以便利外地金融機構使用。由金管局負責操作的港元即時支付系統，保持暢順運作。去年每天的平均結算量，是 8,794 億，比 2006 年平均每天的 5,785 億，增加了 52%。結算量的快速增長，當然是反映本港金融市場的活躍程度。令人鼓舞的是，我們的港元即時支付系統仍然能夠有效處理。同時，我們亦能適時推出各種輔助措施，以紓緩在高峰期的結算壓力。

34. 金管局在支付結算系統上的工作，是受一個獨立的，根據《結算及交收系統條例》成立的「程序委員會」監察的。委員會每年均向財政司司長遞交報告，而報告亦是公開的。

## 香港國際金融中心地位

35. 在保持香港國際金融中心地位的工作，金管局擔當一個輔助特區政府達成政策目標的角色。相信大家都留意到近年來，特別是在 2006 年國家公開十一五規劃以來，特區政府正大力推動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，和鞏固並發揮香港國際金融中心的地位和作用。金管局正積極參與這方面的工作，協助設計策略及發展和推動具體建議。2007 年高峰會在金融發展範圍的 80 個行動綱領，是這項重要工作的藍本。

36. 目前，在具體建議上正在努力推動的包括，在人民幣業務方面：討論較為成熟的是容許引入人民幣作為兩地的貿易結算的貨幣，擴大人民幣債券的總額度以及容許更多不同類別的金融機構來港發債；下一步需要研究的，包括一些業界也有提出過的訴求，例如，容許香港銀行在香港收取人民幣存款後可調撥往內地運用，容許香港商戶更好地運用香港銀行提供的各種人民幣業務等。另外，我們繼續和內地積極探討安排內地資金有序流出的途徑和發展兩地資本市場互動關係的各種建議。在香港這一邊，大部分前期準備工作已經完成，但內地仍有很多方面的政策考慮，進度亦可能受全球金融現時的緊張狀況所影響。

## 外匯基金

37. 最後向各位議員匯報的是外匯基金的投資管理工作。去年破紀錄的業績在上星期已公布了，在這裡我不再重複。但今年的投資環境，肯定是非常困難的。雖然為時尚早，環球股市踏入今年出現大幅下調，定會影響今年外匯基金的投資收入。但容許我重申一點，衡量外匯基金投資管理效率的客觀準則，是外匯基金諮詢委員會定下的基準投資組合回報率和實際回報率的比較。後者高於前者是良好表現的顯示。外匯基金諮詢委員會制定基準投資組合以來，金管局所能達到的實際回報率都比基準投資組合回報率為高。例如去年是高了 126 點子。管理約 14,000 億元的基金，多賺了 126 點子，是多賺了 176 億元。我當然希望 2008 年仍然可以保持以這個客觀辦法計算的超標紀錄，但投資收入的絕對金額，不可能是每年都是數百億或過千億的，希望大家理解，亦希望大家對金管局的工作能力，保持信心。

38. 主席，金管局的工作的匯報到此為止。我和三位負責不同工作範疇的同事樂意回答各位議員就這些工作範圍的有關提問。但接受提問前，我還想表達一個令我較擔心的問題。金融市場近年來的活躍情況，對金管局的人事實在造成一點壓力。人手流失滲透整個機構，特別在市場和銀行業務有關的部門，其中當然包括外匯基金投資管理部門。但令我覺得安慰的是，金管局各同事在龐大的工作壓力之下，仍然保持高度專業精神，把工作做到最好，外匯基金去年的

投資收入和其他工作環節上成績，是有目共睹的。我會要求管治委員會依照既定的機制研究及處理這個人手問題。



## 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，但相信大家可以觀察到，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「揸上身」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，又要重新揸上身，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。



## 金管局總裁向記者的講話

2008/09/19

在起緣於美國的金融海嘯影響下，各國金融機構對自己同業間的信貸風險是很難衡量的。所以同業市場的借貸方面會有很多的保留及會保守一點，不太願意借出資金。另外當然，因為大家都會認為流動資金保守點會好些，所以會保留很多流動資金沒有使用。在這情況下，全球的貨幣市場都會呈現一個非常緊張的狀態，有資金也不想借出而保留備用。這情況令過去幾天各國貨幣同業市場都飆升得十分厲害。

大家都知道世界各地主要的中央銀行，也包括我們金融管理局，為市場提供一些流動資金，舒緩一下市場的緊張狀態，亦有些效用。大家可見，如香港的同業拆息現時情況通常會在兩厘左右，但昨天已去到四厘的情況。在這情形，雖然我們已注入資金，但緊張的狀態將會持續一段時間。因為，實實在在現時的金融海嘯仍具有很多不明朗因素，是很難衡量如何發展下去。

幸好，在各國中央銀行的行動後，市場上有一個良好的反應，特別在美國的股票市場有一個強烈的反彈。在美國市場的反彈的情況，加上昨天內地有些政策的改變，例如單邊徵收印花稅。同時，中央匯金公司會買入工行、中行與建行的股票。在這些消息影響下，對香港市場今天的反應，相信大家都可以衡量。但我仍是認為在這個金融海嘯情況下，仍會有不同的消息。

在一個市場緊張的情況下，不同的消息會引起很大的波動。在情緒不穩定的時候，市場上的價格發現功能會沒有那麼高，所以大家仍然需要留意各方面的消息。其實，現在的金融海嘯會為全球的金融體系帶在很大的結構性改變。例如大家也看到華爾街五大投資銀行其中三間不是被接管又或是倒閉。至於將來投資銀行的角色與運作模式是怎樣，甚至於它的存在價值也有很多人質疑。所以大家要留意金融結構上，特別在國際金融結構上，經過這一次風暴後，會有重大的改善。所以，投資者要多留意這些宏觀與大方向的轉變。

其實金融海嘯發生後，投資者當然心裡沒有好過。例如金融方面的投資者，投資虧損是百分之四十、五十已經是一個平均數，如果只是虧損百分之二十、三十已經是做得很好。所以，大家以這樣的心態去看，減低自己的虧蝕，可能是一個好的策略。因為在未來的一段時間，要經濟復蘇或是金融穩定下來，是需要一段長時間。同時，有些結構性改變的時候，可能會令投資者無所適從，大家要留意。

## 金管局總裁向記者的講話

2008/09/17

美國聯儲局昨天開會後，決定保持利率不變。如我昨天表示，金融風暴發展到現今的地步，已經不可以用宏觀金融政策，即改變利率這些手段，起出很大的作用。美國聯儲局保持利率不變是可以理解。未來數天是關鍵，因為有個別大的金融機構信心問題也幾嚴重，但解決信心問題不一定需要政府出手或挽救手段可解決。這些可能是治標不治本的辦法。最後也要在自由市場環境下，各個市場參與者獲得比較清楚與清晰的前景時，情況才可穩定下來。當然有些併購與注資的活動，期望可發揮作用令市場情緒可穩定下來。

美國大型金融機構在海外的分支機構，亦可能產生信心的影響。這些大型金融機構可能在世界各地不同的金融範疇都會有分支機構，例如在香港。大家都知道某大型機構也有這情況。在留意美國大型金融機構對香港的影響時，亦應留意各方面的監管制度都是完善的。經過多年來的改革，無論在銀行監管，證券業務與保險業務方面，監管制度都是完善的。在金融體系上沒有存在結構性問題。當然不能排除因為個別美國大型金融機構問題引發有人擔心香港分支的情況，但應作為個別事情處理，怎樣找出最好的解決辦法，令使用這些金融服務的人士安心。

現在的情況，特別在美國，是非常複雜。但我仍然認為，香港的金融體系是沒有系統性的問題，請大家放心。

## 金管局總裁向記者的講話

2008/09/16

毫無疑問，這次美國的金融風暴是嚴峻的。令到很多大型投資銀行出現問題，其中雷曼兄弟更需要倒閉。現在這個情況與三月時貝爾斯登的情況有些分別。像是美國政府認為是不需要挽救雷曼兄弟，但這是可從不同的角度去看。當然，因為在挽救角度去看是會有道德風險。但在三月的情況，如果不挽救貝爾斯登可能會在市場上出現很多系統性的問題，便很難處理。這次，美國聯邦儲備局各方面亦都提高了流動資金的供應，特別地亦都接受投資評級的抵押品，提供多點的流動資金。另外，在華爾街上十間大行都已走在一起，如果雷曼兄弟需要拆盤時，都不會引起太大的震盪。這次的系統性問題像已是管理好，所以在這情況下美國政府便讓雷曼兄弟申請破產。這是一個新的發展，大家要留意未來數天這次拆盤的行動牽連有多少。

這次問題帶引出在金融市場上的基礎設施是非常重要的。如果場外交易的結構性產品都可規範化，有良好的基礎設施去支付與清算時，牽連就會比較小。這一方面，香港也做得很好，特別在銀行方面，我們有即時支付系統。而在證券方面，特別在場外交易方面資料可能會少一點，現在的情況是需要觀察。過去我都多次提醒大家，在次按產生的信貸危機是嚴峻的，希望大家可好好的管理好風險，希望大家都可做好及將虧損減到最低。

這一次，經過我昨晚的觀察，認為在結構上的問題不大。因為，雖然在美國市場上，下跌幅度很大，但也不是太恐慌性拋售。而且，市場上的運作都是良好的。當然在股票市場方面與債券市場上，特別在結構性產品的場外交易市場清算就不可以同日言語，這是大家要留意的。但現在他們已經有新的安排，希望他們可管理好系統性的風險。

至於對香港市場的影響，是會有負面影響。因為美國的投資大行在世界各地都會有很多活動，包括在香港這個國際性的金融中心，傳染性是一定存在。如果我們的系統是運作正常，處理得好時，是應該沒有問題。市場上的價格調整在這樣大

型的風暴下是一定會發生。希望大家可管理好承受的風險。

另外一個新的因素，是人民銀行減低貸款利率及存款準備金率。這顯示內地是有需要將過去收緊的政策開始放鬆。我覺得這是一個好消息，對市場方面也有舒緩的作用。另外，各國的中央銀行都提供了很多流動資金，我沒有察覺香港市場，如港元匯率、隔夜同業市場上，昨晚有特別的情況。但如果今早市場上有特別緊張時，香港金融管理局已經有一個良好的機制，在有需要的情況下，為銀行體系提供流動資金。大家可放心。

其他的中央銀行提供了很多流動資金，甚至於快將開會議息，很多人都會預測美國聯儲局會減息或者是有其他行動。這很難說，我認為到了這個地步，減息對整個市場影響未必很大，但當然會有訊息存在。因為現在的風險溢價跳升得十分厲害。減低四分一厘或半厘沒有很大的實質作用，但這也是一個好訊息。再看他們的決定是如何。

香港的情況應該沒有什麼問題，我與財政司司長及財經事務局局長都有緊密的聯繫，及十分留意今天市場上的發展。我覺得不會有系統性的問題出現，市場價格波動是一定會發生，大家要留意，但系統性的問題是不會有的，而且金管局已有一個良好的機制在有需要時為市場上提供流動資金。希望不需要動用，如果是有需要的時候，這個是沒有問題的。多謝大家。

## 金管局總裁向記者的講話

2008/08/07

任志剛：聯邦儲備局在考慮過衡量過經濟衰退的風險和通漲上升的風險後，決定將利率保持不變。其實據多方面的觀察，這兩方面的風險，即經濟衰退和通漲上升的風險，也是頗大的。當然經濟衰退最終都會為通漲帶來一些舒緩的作用，但經濟下滑和經濟衰退的風險是存在的。

在美國樓市已經持續下跌超過一年，和信貸緊縮的情況下，美國的消費者是受到一定的影響，經濟受到一定的影響。而這個經濟情況，我覺得已經有跡象影響世界各地，包括亞洲區。大家看到譬如說昨日有分析指日本的經濟也有衰退的可能；在內地的政策方面，已經由一個緊縮宏觀調控的政策，變成一保一控。再看其他地方，譬如說新西蘭，在上個月雖然通漲仍然高企，它也減息。澳洲央行在星期二開會時，亦有跡象顯示他們會有減息的空間。

大家看到東南亞的各個經濟體系，各個經濟的表現也是有些少影響，當然不排除我們香港本身的經濟，踏入第二季，踏入下半年會放慢，而且不排除經濟增長是比預期差。這是全球性的發展。

當然美國的情況是需要時間然後才可以調整得到，大家不要忘記，譬如說在香港樓市的調整足足（需要）五年的時間。美國的樓市可能不需要這樣長的時間，但只是調整了年多至兩年，所以這個調整期可能是會長的，對經濟的影響可能會持續一段時間，從而對亞洲區，特別是對香港經濟的影響，是為我們自零三年開始的快速增長的持續性帶來一些負面的影響，大家要有心理的準備。但還好的當然是香港的貨幣金融體系是保持非常健全，任何的經濟情況之下，都為各行各業帶來一個金融上的支持，我對此並不太過擔心。

## 金管局總裁向記者的講話

2008/07/16

### 兩房對金融機構的影響

記者：兩房的債券變成這樣，大家都擔心金融機構持有這些債券，其實你會否擔心會再引發另一次金融風暴？

任志剛：現在美國所謂的信貸危機發展到這地步，我覺得是關鍵性的，因為這兩房是美國政府支持的機構。我個人覺得這兩間企業的信貸應該沒有問題，而且在美國有各種的支持的態度明朗化後，這兩房的信貸溢價有回落跡象，希望可以持續下去；特別是信貸保障工具的價格亦有回落，即你要買保險他還不到錢等那一些的工具的價格也有回落，希望可以將市場的情緒穩定下來。這兩間機構的債券當然是非常之多，但是在美國政府的支持下，我覺得它們的信貸風險是可以接受的；但當然，市場上都仍然認為很多它們的債券有三個“A”的評級。但當然，在次按危機出現之後，信貸評級的公信力下降了一些，但大家別忘記，這兩間機構是美國政府支持的機構。我不覺得信貸方面有問題出現。

### 兩房對香港銀行的影響

記者：這是否意味著這不能與 sub-prime 相比，因為 sub-prime 令全球很多金融機構陷入困境，是否兩房事件的影響程度比較輕？香港銀行方面的 exposure 與基金的情況又怎樣？

任志剛：要視乎兩房的情況發展下去是怎樣。牽連是非常之大的，但是我不覺得信貸風險有問題，所以影響到，譬如在美國境外各個其他的金融機構，譬如香港的金融機構持有兩房的債券，影響應該很小。我們亦有了解過我們香港的銀行在這方面的風險有多少，但是看過所有數字之後，它們（香港的銀行）的資產大約佔千分之一，所以不會對它們有什麼影響；但是不要忘記，這兩間機構是美國政府支持的機構，信貸不應該有問題。現在它們的信貸溢價是比起美國政府債券高出大約數十點子，而且亦有顯示風險溢價正在回落中。我並不是太擔心。

## 外匯基金是否持有兩房債券

記者：外匯基金是否持有兩房債券，有多少？是否真的不擔心價格下跌？

任志剛：外匯基金的投資方面有很多資料都是敏感的資料，是市場敏感資料，我就不便透露；但是大家應該放心，在外匯基金投資管理方面，我們金管局一向以來用非常審慎的態度，將外匯基金投資管理方面做到最好。當然我曾說過上半年出現虧損，因為市場波動這麼大的時候，在帳面上的虧損是無可避免的，但是我很有信心在外匯基金諮詢委員會的領導下，我們的投資策略是能夠令外匯基金的帳面虧損減至最少，但是大家要了解虧損在上半年是非常之難避免的。



## 金管局總裁向記者的講話

2008/05/02

任志剛：美國聯儲局減息四分之一厘後，市場人士正在揣測，美國利率的走勢會是怎樣，未來一段時間的走勢會是怎樣。我個人認為是不明朗的，因為在信貸緊縮的影響下，美國的經濟是頗弱的，已經有兩個季度的經濟增長在百分之零點六年率這麼低的增長。同時，信貸緊縮的情況似乎仍然持續。

當然，因為房地產市場的狀況，大家都知道，我們亦有這樣的經驗，譬如在 98 年至 02、03 年的那一段時間，當樓市下調的時候，樓價下調的時候，買樓人的意欲會減退，所以如果樓價繼續下調，銀主盤亦會對樓價有下壓。在此情況下，負資產的情況會多。

至於美國的樓市何時才會見底，何時才會回升，我覺得這個就是關鍵，因為如果樓價再跌的時候，將會影響到按揭方面的金融工具，亦會影響到銀行的資產質素，這樣的信貸緊縮情況就會變得持續得長，所以美國的樓市是一個關鍵，大家要留意。

當然，通貨膨脹也是一個隱憂，雖然美國的核心通脹仍是平穩，但是能源及商品的價格都如大家所見上升得頗厲害，影響了對通脹的預期，未來一段時間會如何發展，當然要有待觀察。

至於香港方面，我們金管局今早已將基準利率減了四分之一厘，變成三厘半，我們一向以來，基準利率與聯邦儲備局的利率相差 150 基點，所以減至三厘半。至於各銀行的存貸利息方面，當然是由個別銀行自己去決定。因為存款利率下調的幅度已經很有限，所以貸款利率，我看他們下調的幅度也會受影響，除非個別銀行利用這個機會將存貸的息差再收窄，但我看不到有這樣的意圖，因為在金融市場波動得如此厲害的環境之下，大家銀行都會在經營方面小心一些。雖然如果存貸利息都不下調，同業市場的利息就會「軟」一些，引致同業拆息與最優惠利率之間的差距拉大一些，這對銀行經營方面都會有幫助，這是一個好的發展。當然，

存戶希望不要減（息），但借款人則會希望減息，這就由得銀行在自由市場的環境之下自行決定。

## 金管局總裁向記者的講話

2008/03/17

### 美國聯儲局鎮定市場的措施

任志剛：美國的債券市場，作為在美國一個重要的資金融通渠道，在最近，特別是在上星期實實在在出現了市場失效的情況。市場的運作不暢順，而且市場價格發現的工能失效。美國聯儲局推出了一系列的措施來鎮定市場，將市場立入正軌，希望可以回復正常運作，推動經濟繼續增長。這一個做法是值得支持的，是正確的。這一天早上我在河內亦與美國聯邦儲備局有過溝通，亦了解過情況。我是很支持他們一系列的措施，特別是為銀行體系以外的主要債券交易商首次提供流動資金，使到他們在做事上比較容易。這是有助債券市場回復正常。同時，在提供這些流動資金的時候，聯邦儲備局是會接受多種投資級別的債券。這做法亦對投資級別的債券有一個穩定的作用。當然，若要視乎美國聯儲局拿這些抵押的時候所用的（俗稱：剃頭剃多少），但是實實在在是對這些投資級別的債券是有舒緩及穩定的作用。另外，聯邦儲備局減貼現窗的利率亦把貼現窗最長的貸款期由三十日增加至九十日。這也對市場有幫助。當然，他們（聯儲局）亦批准了摩通收購貝爾斯登，希望這方面對債券交易商有一個穩定的作用。美國的債券市場所發生的一連串事件，我不覺得這會為香港金融市場帶來一些結構性的問題，但是各個金融市場的情緒是非常之緊張。在這一緊張的情緒背景下，金融市場的價格大幅波動是可以理解的。我當然希望各個市場的參與者在這一情況下要多些了解，多些留意這一些消息，好好地把自己要面對的風險管理好。這是在這一個特殊的環境下應該做的工作。多謝各位。

## 金管局總裁向記者的講話

2008/01/31

總裁：正如市場預期，昨晚美國聯邦儲備局減息半厘。今早金管局的貼現窗基本利率亦都減半厘。至於香港的銀行存貸利率當然是由銀行自行決定。

經過連番減息的影響下，香港的利率出現負利率的情況。負利率當然是對消費、資產價格方面有鼓勵的作用。但我覺得香港市民在消費及投資方面是很精明的，亦不需要我作出太多提醒。但我在立法會財經事務委員會匯報中提過，負利率的原因是十分明顯的。美國作為全世界最大的經濟體系、香港第二大經濟夥伴的經濟情況，因為在次按及信貸危機的影響下，是存有隱憂的。利息一減再減，其實是反映隱憂是嚴重的，所以大家要留心。因為當全世界最大的經濟體系遇上困難時，對其他經濟體系，特別對其貿易夥伴，或多或少都會有些影響。無論是經過貿易的渠道、其他的經濟渠道，或是金融的渠道，都會出現影響。大家都看到，在金融的渠道上會傳導得比較快。香港的市場亦都受到美國的市場走勢影響了。至於在貿易的渠道與各個經濟渠道的影響，慢慢仍是會浮現出來，所以大家都要留心一點。

記者問：……

總裁：其實我在財經事務委員會匯報的時候亦提過，美國的情況已遠超出次按的問題，這個危機是信貸的危機，亦都在其他的環節上出現問題，像在債券保險方面。至於這方面的發展情況，我覺得大家都要觀察一段時間。當然現在提到很多救援的行動，問題已經存在，但怎樣解決則有待觀察。

## 金管局總裁向記者的講話

2007/09/19

美國的次按問題，最近令到美國的貨幣市場非常之緊張，運作不是十分正常。美國聯儲局爲了舒緩這個緊張狀態，亦不想這個狀態持續下去影響經濟，所以便減息半厘。當然，希望這個行動可對貨幣市場的緊張狀態有所舒緩。

實在地，減息後，也有一些立方見影的影響。如商業票據貸市場昨日下午亦有些活動，溢價亦都點回落下來。這是一個好的象徵。聯邦儲備局減息半厘是超乎市場預期一點，亦顯示出聯儲局舒緩貨幣市場緊張狀態與不想貨幣市場影響經濟方面的行動決心。另一方面，也可以看出問題的嚴重性，是要做好一點功夫。

至於這行動是否可以理解爲美國貨幣政策趨勢性的轉變，我看是未必。因爲貨幣市場的緊張狀態應該是暫時性的。當其回復正常的時候，減息未必會持續下去。尤其是大家也可看到美國的通漲情況是有隱憂的。特別在油價方面，如昨晚紐約期油也升至 81 元以上。通漲的隱憂仍然存在。貨幣市場的緊張狀態是需要處理。

至於香港方面，便由個別銀行自行決定它們的最優惠利率與存款利率是否調整。我們金管局的基準利率當然會跟着聯儲局減息半厘去作出調整。香港的貨幣市場情況是非常正常，是有些少同業市場息率高了一點。高了的原因當然是因爲美國過去一兩個月利息高了一點。但是，主要的原因都是有新股上市的活動而令息率高了點。新股上市的活動影響可能都是暫時性。有新股上市就是有這樣的影響。

銀行是自由決定自己的息率水平如何，這留待銀行自己決定。我估計在香港都不

可以理解就算銀行減息與否，都不可以成爲一個新的利率走勢、趨勢。大家應該要理解到這件事應該會是暫時性的，因爲美國市場的緊張狀態可以慢慢舒緩。多謝大家。

## 金管局總裁向記者的講話

2007/08/08

任志剛：現在利息的走勢是不明朗的。大家都看到美國聯儲局的公布，一方面是通脹的隱憂，另一方面是經濟的隱憂。在不同的方向會有不同的拉力，所以令到近期利率的走勢不明朗。

通脹當然是一個隱憂。在經濟方面，關於次按問題影響經濟的可能性當然是存在的，例如是影響消費者的意欲等各方面。但是次按問題，經過證券化、經過有抵押債券的市場，再走到對沖基金手上，亦走到投資於對沖基金的投資者手上。這些投資者可能是美國本土的儲蓄者及投資者，也有可能是全球的投資者，大家也看到美國的次按問題，令到歐洲及澳洲的對沖基金發生問題。所以風險經過一個非常有效率的全球金融體系分散到不同的投資者手上，究竟最後誰受到這些影響，現在也不太清楚。當然若投資者受到影響時，會影響他們的消費意欲，亦影響到當地的經濟。大家可多留意這方面未來幾個月的發展，這些問題可能會再浮現。

至於香港方面，香港的銀行體系是相當審慎的，在按揭方面做得非常好。如七成按揭是一直以來的政策，所以是沒有次貨，沒有次按的問題。但銀行方面或其他金融機構可能拿着一些美國次按證券化之後的債券，我們也有與本地銀行溝通得非常清楚，發覺他們持有的次按證券化之後的債券是十分少的，對他們沒有什麼影響，更加對香港的銀行體系沒有系統上的影響，對這我沒有擔心。

當然，現在外圍因素影響着各個市場，特別是香港的市場，如股票市場是一個非常高流動性的市場。外邊有什麼問題，投資者要拿回資金去填補，如對沖基金有人要拿回資金時，香港作為一個高流動性的市場，他們或會選擇在香港進行交易。在這情況下，香港的市場波動性便會擴大，便會受到這些活動影響，亦都有可能引致匯價方面出現些少的波動。很多人說現在香港的匯價是歷史以來最弱，其實 7.83 這個水平是在我們的兌換範圍之內，是一個非常穩定的範圍。我不太

擔心會有什麼事情發生。在匯價方面，香港的匯率制度是非常好，也行之有效，不會有什麼問題發生。多謝大家。



## 雷曼兄弟相關投資產品的投訴

金管局正盡快徹查投訴個案，並以公正客觀為原則。

就投資者買入雷曼兄弟相關投資產品所面對的情況，金管局其中一項主要工作是盡快徹查有關指稱銀行以不當手法銷售這些產品的投訴。我希望調查結果能為銀行與受影響投資者就最終解決事件提供有用的資料。相信大家會明白金管局在進行調查工作時必須本着客觀的原則，公平及公正地作出處理。我希望讀者也明白這涉及的工作量非常龐大，金管局至今已接獲超過7,000宗投訴，而且數目仍在上升。我們正竭盡所能全速處理這項重要工作，並已調派超過100名職員，包括金管局本身的同事和一些臨時增聘的外援人手。部分受影響投資者曾作出超過一次的投訴，因此我們需要時間和人力來辨別這些重覆個案。我希望趁此機會呼籲受影響投資者毋須重覆投訴。

在產品銷售方面，證監會有明確規定向客戶銷售投資產品時需遵守的準則，而這些規定適用於銀行及證券公司。在這次雷曼迷你債券事件中，除銀行外，亦有個別證券行參與銷售有關產品。在銀行證券業務監管方面，金管局規定銀行銷售證券及期貨產品時須遵守《證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則》，確保銀行與獲證監會發牌的人士能有公平競爭的環境。該守則規定金融中介人銷售該等產品時，須向客戶說明產品資料與附帶風險。金管局亦規定銀行要遵守《證券及期貨條例》有關條文，並須設有足夠的管控措施及制度，以確保妥善地評估投資產品是否適合客戶，同時充分披露產品的性質與風險。銀行亦須披露本身是以代理人或當事人身分行事，並確保客戶明白產品的性質與風險，以及客戶擁有足夠財力承受相關風險和可能引致的虧損。此外，金管局定期現場審查銀行的證券業務，如有發現不足之處，更會發出指引，要求銀行加強有關的管控措施及制度。例如，金管局曾於2006年3月發出指引，強調銀行要加倍審慎向弱勢社群（包括長者）解釋清楚金融產品的詳細資料。金管局將按這些原則和背景來處理有關不當銷售的投訴，我可以向大家保證，若有銀行或其職員被查明確實有不當銷售投資產品，我們將會非常嚴肅處理，並採取適當的紀律處分。

另外，金管局亦正協助特區政府要求受託人和銷售商為受影響投資者提供所需資料，包括所涉投資產品的相關資產性質、價格及流動性，有關方面正陸續提供這些資料，此舉將會有助對有關投資產品進行估值。相信讀者也知道財政司司長在周一公布有關銀行應按估值向投資者購回迷你債券的建議。我很高興若干銀行對此已作出正面回應。

這場導致雷曼兄弟倒閉的金融風暴雖然是百年一遇，但事件在香港的演變的確令人懷疑香港的投資者保障安排是否足夠。相信這將會是特區政府就雷曼事件的檢討工作其中一個重點。事實上，財政司司長已經要求金管局和證監會在3個月內提交報告。在目前法例下保障投資者的工作歸證監會，但由於在大多數個案中透過銀行購買金融產品的投資者亦是存戶的關係，我們定當向財政司司長提交的報告中提供我們就這方面的意見。

就現階段而言，我認為上述有關投資者保障安排的檢討需要考慮多個問題，包括：

- (1) 現時「投資者自己負責風險管理」的政策，尤其在小投資者購買複雜投資產品的層面上是否仍然恰當？
- (2) 如果認為政策仍然恰當的話，那麼現時對銷售文件的審批機制是否恰當，並可確保全面和足夠的風險披露，令小投資者能夠充分了解風險才作出投資決定？

8800

0082

- (3) 如果認為現時審批機制下的風險披露有不足之處，以致未能符合有意購買複雜金融產品的零售投資者的需要，有甚麼地方可以改善？
- (4) 如果認為銷售文件的風險披露已經足夠的話，那麼現有為保障投資者而訂下的規管銷售商守則，分別是證監會訂下的《操守準則》和金管局為銀行附加的指引是否足夠？
- (5) 如果是不足夠的話，上述準則和指引有甚麼地方可以改善？
- (6) 如果認為是足夠的話，如何確保銷售商及前線銷售人員對此嚴加遵守？
- (7) 銷售商與前線銷售人員的報酬安排是否造成誘因，令他們違規促銷？
- (8) 有甚麼辦法可以更有效防止違規促銷？
- (9) 如果認為「投資者自己負責風險管理」的政策在小投資者購買複雜投資產品的層面上已不恰當，則應如何改變政策和如何落實新政策？
- (10) 在整件事件中，銀行向零售投資者（大部分也是它們的存戶）銷售投資產品時所冒的信譽、業務操作和其他風險，是否能夠更好地管理？抑或是因風險太大應乾脆讓銀行停止這方面的業務？

金管局現正積極思考這些問題，而作為維持貨幣與銀行體系穩定的機構，我們在這方面很自然只能從這個角度來考慮。調查雷曼苦主投訴的過程將會有助這方面的工作，達到結論後金管局會盡快向財政司司長提交意見。

任志剛  
2008年10月9日

按此處可參閱本專欄過往的文章。

您的意見

Word 格式的文件

## 從金融危機中汲取教訓

新興市場從這次金融市場面對的困難中汲取到的教訓，可能有別於先進經濟體系。

無論是受影響地區或國際金融機構與組織，都對於從目前全球金融市場面對的困難中應汲取到甚麼教訓有不少意見。這些意見都很有深度，有一些更頗為複雜，不過它們大都是從先進市場的角度出發。

先進市場提出的重點是：大家究竟對哪些導致金融市場在去年第3季出現問題的原因未能清楚了解，以及國際社會的應變措施是否足夠及適當。不過我相信從新興市場的角度來看，關注的重點應該相當不同，部分原因是新興市場在金融創新方面（即當前問題的成因）的發展較先進市場落後，所受影響亦因此比較輕微。我相信新興市場所關注的，是如何推動金融創新；若其金融市場尚未完全開放的話，關注重點可能是如何規劃金融開放。

今次先進市場的金融危機是由金融創新發展失控所致，可以說是對新興市場的一個反面教材，但我希望這不會令大家卻步，摒棄金融創新。顯然，金融創新是需要妥善管理的。首先我們要確保金融創新能提高資金融通的效率，讓大家都受惠（換言之，是讓貸款息差收窄，而並非只是惠及金融中介機構，讓它們從中取得可觀報酬，變相令息差擴大），其次是要審慎管理金融創新所帶來的風險。

中央銀行與其他負責維持金融穩定的機構應該更主動地監察甚至引導金融創新的進程，並及早參與識別及管理相關風險的工作。

當然，要當局時刻緊貼投資銀行在這方面的發展並不容易，在一些地區銀行更可能有龐大的政治游說力量，但為了公眾利益，有需要的話，監管當局至少應嘗試運用權力來向有關機構獲取資料，要求它們作出公開披露，甚至在考慮到道德風險的前提下，就金融產品進行審批。監管當局最重要的工作是保障公眾利益，維持金融穩定。同時，我們也要保持警覺，留意金融體系的獎勵制度有否出現扭曲，引致信貸審批標準下降；銀行透過證券化以「製造及轉售」的模式，轉移信貸風險，結果引發目前的次按及信貸危機，正是說明這個問題的好例子。

金融中介機構以爭取最高利潤為經營目標，是無可厚非的，但這可能與提高資金融通效率的公眾利益有潛在矛盾。很可惜，市場暫時仍未能有效解決這個矛盾，避免如目前情況的金融危機出現。當發生危機時，政府當局往往要負起收拾殘局的責任，應付因這個矛盾而引發的問題。不過也有一些金融監管機構能較有效防止問題發生，堅定不移地行使監管權力，防範信貸標準下降。

我支持國際金融界討論及推動各項促使金融體系更穩健的措施。這些措施都很全面，且有明確目標。然而，究竟這些措施能發揮多大作用，能否解決上文提及影響金融體系穩定的矛盾，防止金融體系的獎勵制度被扭曲，我們便要拭目以待了。

任志剛

2008年8月14日

按此處可參閱本專欄過往的文章。

0084

您的意見

Word 格式的文件

 頁首

## 金融市場的最新發展

美國等地區有關當局的救援措施雖然有助舒緩金融市場的波動，但全球金融體系仍然受壓。

我最近出席了東亞及太平洋區暨歐元區的央行研討會，討論當前金融市場波動的最新發展，以及有關當局迄今的對策。

全球尤其美國金融體系面對的壓力，正影響資金融通的正常運作，並拖慢經濟活動，影響金融機構的資產質素。這當中的關係層層相扣，更可能形成惡性循環，這實在是大家都不願見到的。

目前最大的關鍵是，美國住屋市場如何發展及銀行如何應對越來越艱難的經營環境。住屋市場方面，有跡象顯示調整過程將會較原先預期的長，其中包括樓價下跌、按揭還款拖欠率上升，以及待沽住屋數量越積越多。負責維持金融穩定的當局所面對的一大問題是，在調整過程中，個別金融機構以至整個金融體系的有效運作會否受到影響。

以香港為例，住宅物業市場緊隨1997年亞洲金融危機暴跌，經過差不多6年時間才跌至谷底，其間樓價平均下調幅度合共達到65%。不同地區的樓市運作固然會有分別，尤其在經濟放緩而物業可能成為負資產時，供款人繼續供款的能力亦會不同。美國個人儲蓄率不算高，令人擔心供款人是否有足夠能力渡過難關。

美國當局正設法遏止一種稱為「叮噹郵件」(jingle mail)的現象，即供款人無法續供，於是把門匙寄還銀行然後一走了之。已經落實或正在籌劃用以解決這個困局的措施林林總總，包括立法(如最近美國國會通過的2008年住屋環節與經濟復甦法)，以及從貸款與按揭機構層面入手的措施等。大家自然希望這些方法有效，但從6月份止贖申請個案按年上升53%，以及大多數住屋價格指數進一步下跌來看，有關當局這方面的工作仍須努力。

美國聯儲局亦正盡力協助銀行面對經營方面的挑戰。眼見形勢危急，已超越了嚴防道德風險作為首要考慮的地步，聯儲局果斷地推出破天荒的對策，其他已發展市場的央行亦有相近的做法。各央行以不同形式向金融體系增加資金方面的支援，應該有助阻止或減少金融體系就新的市場環境作出調整時重演類似貝爾斯登和北石的事件。例如，3個月倫敦銀行同業拆息與同期美國國庫券收益率差距在過去3個季度結束時均大幅擴闊，這個情況到了今年次季尾終於不再出現，反映市場的緊張情緒已有所舒緩。

然而，目前還未到雨過天青的時候。亞洲新興市場的情況仍然令人憂慮，其中有3點特別值得注意。第一，資產質素下降的情況已不止於次按相關金融工具，而是逐漸蔓延至其他資產，亞洲金融機構持有這些資產亦可能受到影響。香港在這方面的問題不大，原因是本港銀行涉及次按相關資產的風險額只佔整體資產的很小部分，銀行本身的資本及流動資金水平亦相當充裕。

第二，已發展市場的國際金融機構持續受壓，亞洲新興市場尋求海外融資的機會可能減少，加上通脹等棘手問題，可能引發流入亞洲的資金掉頭流走，金融問題可能會陸續浮現。越南最近的情況正好提醒大家這些風險確有可能出現。此外，金融市場上亦有人提到由於對通脹及經常帳惡化等的憂慮，亞洲某些經濟體系出現資金流走的情況，以致要央行出手干預匯市來穩住匯率。

第三，隨着美國經濟放緩，透過貿易渠道造成影響仍是有可能發生的。

事態如何發展仍有待觀察，我相信區內負責維持金融穩定的當局將會繼續審慎注視。

我在下一篇《觀點》會談一下新興市場從近期金融波動可以汲取的經驗。

任志剛

2008年8月7日

按[此處](#)可參閱本專欄過往的文章。

您的意見

Word 格式的文件

 [頁首](#)

## 投資者須充分了解所投資的產品

*投資者在作投資決定前必須做好功課，保障自己。*

最近我討論到引致目前已發展市場金融動盪的具體原因。除了之前兩篇文章提及次按環節的貸款批核準則欠嚴謹及金融機構風險管理不善外，第三個原因是投資者沒有充分了解所投資的產品。我所指的不僅是指個人投資者直接投資於風險超過他們所能理解（更不要說管理）的複雜金融工具，連機構投資者（包括對沖基金）也是這樣，但它們其實是有能力透徹了解相關產品後，才作出投資決定的。

很可惜，投資者對投資產品了解不足已成為很普遍的現象，市場的情緒越高漲，就越少人會做這個功課，無論是買方、賣方或中介人都會因為大升市而被沖昏了頭腦。就連監管當局為了讓市場降溫而提出的忠告也往往被忽略，甚至被指為「潑冷水」；然而，當恐慌情緒蓋過了貪婪，危機開始形成時，監管當局卻又會被責怪沒有適時採取行動。

當然，以這次金融動盪來說，無論是有關金融工具的結構及相關市場的互動反應都極為複雜。CDO、CLO、ABCP、SIV、VIE、ARS、CDS\*，這眾多的英文縮略語並不容易消化。但複雜並非不花工夫深入了解的藉口。市場上有關投資工具的資料令人花多眼亂，也並非不去鑽研的理由。若大家覺得產品過於複雜，難以理解，就根本不應該作出相關投資。

另一個做法是請教專家，但投資者也要留意這些專家在有關投資安排中是否有利益關係。大原則就是在聽取交易對手（例如向你出售金融產品的機構）的意見時，應格外留神。很不幸許多人都要經過慘痛的經歷及付出高昂的代價後，才學會這個道理。

在這次金融動盪的事件中，事實證明即使有專門知識的專家（即評級機構）的意見也有不足。有人認為評級機構收取報酬來為結構性產品評級，因此也是有利益關係的一方。我相信這並非一項重要因素，因為評級機構清楚知道，若其評級標準被質疑受到其商業利益所影響，會帶來巨大的信譽風險，威脅其長遠的營運。我認為更有可能的原因是，連評級機構也未能完全掌握複雜的創新產品及相關市場的運作。因此，投資者在考慮評級機構的意見時應要小心，不要機械式地接受它們的意見。另一個造成評級機構似乎未能有效為結構性金融產品評級的原因，是投資者可能對有關結構性金融產品的評級存有誤解，以為它們已將流動資金風險及金融市場面對壓力時的行為等因素包括在內。

我相信大家在這次危機中都汲取到很重要的教訓，補救措施也會陸續出台，以釐清評級機構的角色，使它們給予的評級更具參考價值。但投資者必須明白，評級只供參考，他們仍要花工夫好好理解打算投資的金融產品，對風險作出獨立判斷。

任志剛

2008年3月27日

\* CDO = 債務抵押證券；CLO = 貸款抵押證券；ABCP = 資產支持商業票據；SIV = 結構性投資工具；VIE = 可變利益實體；ARS = 拍賣息率證券；CDS = 信貸違約掉期。

按[此處](#)可參閱本專欄過往的文章。

[您的意見](#)

[Word 格式的文件](#)

 [頁首](#)



## 美國次按的發展

*貸款機構降低批核貸款的準則，是次按問題的根源。*

在前三篇《觀點》文章，我指出造成目前已發展市場金融動盪的兩個普遍原因，一是宏觀經濟環境溫和，催生了承受較大風險、急於尋找較高回報，以及增加槓桿式運作的風氣；另一是金融創新帶來的風險超出有關方面所能管理的範圍。我會繼續談當中一些個別因素，而今次談的是大家已很熟悉的次按問題。

次級按揭在美國存在已久，但直至5、6年前這個市場才急速增長，其中一個原因是近年經濟持續增長及利率低企，鼓勵人們自置居所，以致房屋價格上升，而樓價上升又可能進一步誘使部分借款人承擔超出本身還款能力的債務。但銀行為何願意向還款能力成疑的申請人批出貸款，監管機構又為何無視銀行去承受這種風險，都是值得深思的問題。全球很多地方的銀行監管機構都規定銀行要遵守審慎的按揭批核準則，並會發出監管指引，包括制訂按揭貸款與物業市值比率(即按揭成數)上限等。

透過證券化進行信貸風險轉移，或透過信貸提升或信貸擔保安排來為違約風險購買保障，以往可能被視為減低風險的有效措施。但信貸風險轉移是否真的能夠透過這些措施做到完全周密可靠，卻仍然成疑；近期次按相關的金融資產像回馬槍般重新列入銀行帳目內，是最現成的例子。此外，購入的信貸違約保障能否發揮應有的保障作用，歸根究底要視乎出售這些保障合約一方能否兌現承諾而定。儘管過去有關各方亦曾關注這些問題，但其關注程度卻似乎未足以遏抑次按市場的增長或促使監管機構採取預防對策。

只要明白銀行可透過證券化迅速轉移次按的風險，就不難理解它們為何樂於參與這類業務。銀行面對市場激烈競爭，加上資本有限，對於任何以最少資本獲取最大盈利的生意都會感興趣。銀行可透過證券化模式轉移風險、賺取收費及向更多按揭借款人推銷其他銀行服務。因此，只要生產線不停運行，貨如輪轉，銀行便可安心經營，對它們來說按揭借款人的信貸質素已變得不太重要。

無論如何，過去社會上的確有過廣泛的預期，認為房屋價格會無止境地上升，次按拖欠率會持續偏低。這觀念驅使銀行進一步發展次按業務，因為即使借款人收入減少，還款能力減弱，但由於物業價格上升，借款人總可加按繼續供款。很多評論曾經指出歷來美國房屋價格調整，只是上升步伐放緩，而不曾廣泛下調。這在以前或許還說得過去，又或者全國平均而言，房屋價格的確可能只升不跌，但對於個別城市或地區來說卻未必是事實。對於曾親身經歷6年內樓價累計跌幅達65%的香港人來說，以上的假設實在有點站不住腳。由於土地供應、建築商競爭、供求之間的滯後差距等原因，美國房屋市場的表現與香港可能有很大分別，但從過去一年左右的情況可見，凡事總有第一次，而現時的情況似乎更顯示美國樓價下調的步伐正在加劇。

我們當然希望次按(不論有否證券化)是唯一反映貸款準則下降的資產類別。然而，資本限制及市場競爭亦同樣適用於銀行的所有業務範圍，不少銀行業務對整體經濟或個別行業形勢逆轉的反應更可能較敏感。例如，個人環節方面的信用卡和汽車貸款，以及工商環節的槓桿式收購貸款等，都曾經是證券化及信貸提升的熱門對象。我很希望這些類別的資產不會出現如次按市場般的問題。

任志剛

2008年3月13日

0090

0090

按[此處](#)可參閱本專欄過往的文章。

您的意見

Word 格式的文件

 [頁首](#)

## 金融創新及所涉風險

*監管機構設法善用金融創新的潛在動力之餘，也必須妥善管理涉及的風險。*

我上星期在《觀點》文章中指出，金融創新是導致目前金融市場動盪的其中一個背景因素，並且預告將會續談。

金融創新能提高資金融通的效率，令部分投資者取得較高的經風險調整後的回報及部分借款人能以較低成本獲得貸款；亦可以幫助金融中介機構拓展更多商機、增加盈利、聘用更多員工，以及發放更高薪酬與花紅。

換言之，金融創新能使投資者、借款人與金融中介機構同時受惠。

但若真正體現金融創新的益處，必先要符合一個背後的假設，就是有關的金融體系在資金融通方面的效率本身有待提高。從許多實際例子看，這個假設確實普遍適用：例如金融工具風險特質與投資者風險意欲之間的錯配；金融工具缺乏多元化，令投資者難有選擇；以及市場不夠開放，令金融中介機構可以賺取被一般認為是過高的利潤等，都是相當常見的。

導致資金融通效率不高的其中一個原因，可能是監管當局為了維持金融穩定及為投資者與存戶提供一定程度的保障而設立限制。金融創新可能涉及利用各市場監管標準不一來鑽空子迴避監管，這可能是由於金融中介機構設法運用有限資金，而往往忽略了資料披露與風險管理的重要性。

在金融系統層面上，金融中介機構推動金融創新存在矛盾是不爭的事實。這些機構的經營目標是要爭取最高利潤，但同時金融創新有助提高資金融通效率，並可能減低投資者回報與借款人資金成本之間的差距，亦即減低中介機構的得益。因此長遠而言，金融中介機構涉足金融創新最終有可能令其盈利受到影響。個別機構可能暫時仍未發覺這一點，所以為求得到短暫盈利仍會很積極參與金融創新，以致誤解或忽視金融創新所涉及的風險—更不用說對整個金融體系的穩定構成的風險了。

因此，金融創新除了為投資者、借款人與金融中介機構帶來好處外，亦會製造出一些有可能超出市場人士與監管機構所能理解或管理的複雜風險。諷刺的是，儘管上述三方最初都曾因金融創新而受惠，但這些風險最終可能對他們都造成重大損害：投資者所持資產的風險回報配對可能不如他們原來想像般吸引；借款人進行更大倍數的槓桿式運作，卻因為投資者重新評估風險，令有關金融產品市場萎縮，以致要面對信貸突然收緊及資金成本激增；金融中介機構亦可能要承擔以往不知不覺間承受的風險所帶來的虧損，例如原已透過信貸風險轉移安排轉嫁出去的風險，卻突然像回馬槍般重臨他們身上。

對負責維持全球及本地金融體系健全的監管機構來說，設法善用金融創新的潛在動力，仍是一項重要任務。識別及管理金融創新涉及的風險(尤其屬系統性質的)，對在本地與全球層面上維繫金融穩定以至取得持續的經濟增長都極具關鍵性。目前有關各方仍在盡力救火，但我深信未來幾個月有關方面都要將注意力轉向這一點。金融穩定論壇在亞洲金融危機後成立，旨在應付這類國際事項，作為論壇成員，我期待在這重要任務上繼續積極參與。

任志剛  
2008年2月28日

[按此處](#)可參閱本專欄過往的文章。

[您的意見](#)

[Word 格式的文件](#)

 [頁首](#)

## 市道好時的市場行為模式

*市道好的時候，大家仍要保持高度警覺。*

當大家正紛紛研究已發展金融市場目前面對的動盪的背景成因，例如：備受質疑的美國次按批核標準、信貸風險轉移令貸款準則放寬、金融機構風險管理不善、評級機構不夠嚴謹、各地金融監管標準不一及存在疏漏等時，有一些普遍因素，也值得大家提高警惕。

我所指的普遍因素至少有兩個，一是金融創新及其所帶來的風險。這方面我曾撰文(如2007年9月27日《觀點》文章)討論，日後有機會再談。另一因素是市道好的時候，市場人士往往將警覺性拋諸腦後，以致欠缺審慎。

自2001年九一一事件以來，已發展國家(尤其美國)一直處於經濟增長持續而通脹相對較低的蜜月期，金融市場表現出色，息口低企也有助減少市場波動(直到最近才市況逆轉)。全球宏觀經濟、貨幣及金融狀況也頗長時間保持異常溫和，因而在金融機構、投資者與借款人之間催生了較大的承受風險意欲、過分急於尋找較高回報的投資機會，以及進行槓桿式運作的風氣。

事實上，九一一事件前9個月內，美國聯邦基金目標利率已由6.5厘接連下調至3.5厘。其後減息行動持續，至2003年中利率降至1厘，並維持了約1年時間。後來由於關注通脹可能上升，聯儲局開始加息，聯邦公開市場委員會每次開會後加息25基點，至2006年第3季加至5.25厘。換言之，聯邦基金目標利率有大約3年時間維持低於2厘(低於一向被視為正常的3.5厘水平更達4年之久)。

持續寬鬆的貨幣狀況，導致金融市場參與者的行為模式出現變化。由於孳息率曲線大幅度趨平，有時候甚至出現負孳息率曲線，一向借短貸長的金融中介機構(尤其銀行)被迫尋求其他盈利前景較佳的業務出路；例如，銀行開拓更多收費服務以增加收入，並更積極參與貨幣與資本市場，相對於以往側重接受存款與貸款業務，銀行現在承受的風險較大。

持續低息環境亦令投資者與金融中介機構尋求較高回報的投資機會，令風險溢價大幅度收窄，以致未能充分反映風險。此外，由於靠記錄某一段時間的金融市場表現來計算的波幅率持續下降，往往造成低風險的假象，市場參與者風險意識也降低。在此情況下，承受風險的意欲提高，市場人士對潛在波動可能遠遠大於實際波動的警覺性也普遍降低。

此外，投資者及金融中介機構分別爲了提高回報及盈利而增加槓桿式運作，因此承受較高的市場及流動性風險，令日後失序平倉的可能性增加。利率低企及經濟持續增長，亦鼓勵借款人利用槓桿效應擴展業務，增加對信貸的倚賴程度，最終變得更易受到信貸突然緊縮衝擊。

因此，市道越是好的時候，大家便越有需要抓緊機會研究金融體系是否存在結構性問題。爲了防患於未然，金管局正在顧問的協助下檢討金管局如何能更有效履行保障銀行體系穩定與健全的責任。我們亦投入大量時間，審視我們各項工作，確保金管局能把本港貨幣體制及金融體系多項環節的任務做到最好。

任志剛  
2008年2月21日

[按此處](#)可參閱本專欄過往的文章。

您的意見

Word 格式的文件

 頁首

## 美國的次按危機

美國有關當局及信貸供應者需要作出一些艱難的決定才能避免危機進一步擴大。

上星期我湊巧在電視上看到訪問美國一位次按借款人的節目。這位女士哭訴她供樓遇到很大困難，已脫期4個月。顯然，這位女士連維持生計也有困難，更別說實現自置居所的梦想。

相信大家都會同情她的苦況。我想她在兩年前取得次級按揭時，應該是抱着樓價會繼續上升的希望，心想即使家庭經濟狀況出現問題，但樓價會升，她可以加按來還款，還可能有餘錢買那塊在商場看到的漂亮地毯。可是，原本那極低的按揭利率現在已調整至非常高的水平，令每月的供款額大幅增加；儘管大家都以為美國的樓價只會上升，但事實卻是樓價不升反跌，令她無法加按以獲得更多貸款，更不要說買地毯了。次按的拖欠比率升至接近20%，她也可能快要加入這越來越龐大的斷供潮，即是說她很可能會失去她的物業，過去兩年的供款化為烏有。她的物業極可能已成為負資產，這對部分香港人來說一點也不陌生。幸好美國的做法與香港不同，她的物業被銀行收回及在市場上轉售後，她不需要為拖欠「尾數」而被告上法庭。與此同時，市場普遍認為美國信貸緊縮令經濟放緩，並且有五成機會出現經濟衰退，這即是說這位女士被裁撤或被減薪的可能性增加了。生活真是不容易。

有些人或會說以她本來的財政狀況，她根本就不應該獲批按揭貸款，或是被誤導獲取按揭貸款。香港人都知道，價格有起有跌，物業市場也不例外。的確，美國土地供應充沛、市場高度自由競爭，而且房屋供應因應需求情況作出調整所需的時間較短（建一間獨立屋所需時間比建一幢高聳的住宅大廈少許多），因此美國住屋市場的運作模式與香港有很大分別。但自由市場價格的「重力定理」仍然適用。我當然希望也相信香港幾年前出現的樓價調整（在5年內樓價下挫65%）不會在美國發生，但這純粹是調整幅度的問題。不同地區的家庭應付樓價大幅調整的能力亦有所不同，視乎儲蓄率（亦即儲蓄者的耐力）、家庭成員的勞動人口參與率，以及社會保障制度的特點等因素而定。整體來說，美國的一般家庭，以及美國經濟承受樓價大幅下調的能力應會低於香港等地方。

為了減輕對經濟持續增長所造成的損害，美國有關當局及信貸供應者都在研究如何向按揭借款人提供幫助，以抑制甚至扭轉次按借款人以至一般按揭借款人的拖欠比率上升的趨勢（在樓市下滑時，一般按揭貸款動輒便會成為次級貸款）。當然，大家都關注道德風險的問題，據我了解，在政治上有很強烈的聲音反對動用公帑，挽救舉債過度的借款人及未能嚴守信貸標準的貸款人。但以我們現在所看到的情況來說，形勢一旦發展到某個地步後，道德風險可能不再是最關鍵的考慮。對於要重新把次按相關的金融工具納入資產負債表的貸款機構，或者應該說是「不幸」的貸款機構來說，我想這主要是錢的問題。但很可惜，這也是誰甘願承擔後果的問題。這顯然不是容易作出的一個決定。但從我監管香港的貨幣與金融體系的二十多年裏所累積的經驗得知，負責金融體系運作的人，要時刻都準備好採取果斷的行動。

任志剛

2008年1月10日

按此處可參閱本專欄過往的文章。

0096

您的意見

Word 格式的文件

 頁首



## 證券化及其對金融穩定的影響

歐美貨幣市場動盪不穩，亞洲經濟體系不一定能免受牽連。

銀行需要資本營運，銀行監管機構則制定資本充足比率及其他監管措施，以確保銀行有充足資本應付在運用客戶存款的過程中所承擔的風險。這些措施令銀行擴展業務的能力受到限制，尤其資本充足比率貼近最低監管要求的水平的銀行。因此，銀行自然希望能以較少的資本做較多的生意，從而為股東爭取更多利潤。

常用的方法是透過推出資產擔保證券或按揭證券（如資產為按揭貸款），將本來會記入銀行資產負債表的資產證券化。證券化的過程可以由銀行自行處理，或透過特別投資公司向銀行購入資產，然後因應投資者的風險要求予以組合及分拆。這樣銀行便可以將資本用於其他業務，同時又可透過繼續提供按揭供款管理服務或包銷服務而賺取費用收入，以及從事有關證券的莊家活動而賺取交易收入。特別投資公司為籌集向銀行購買資產的資金，會發行不同形式的證券，例如資產擔保商業票據。這類證券年期較短，並不是穩定的資金來源，因此銀行往往會為特別投資公司提供備用信貸額度（在《資本協定一》下，這類信貸安排無需資本支持）及提供信用提升服務，從而使有關的資產擔保商業票據獲得較高評級，例如AAA級。

就如工廠一樣，先進市場的金融體系產生資產（如按揭貸款），並將資產存庫、組合、或將之分拆，以推出各式各樣的資產擔保證券，亦可能會混合其他金融資產，成為有抵押債務證券等不同形式的證券，然後銷售予全球各地的投資者，包括銀行、退休基金及對沖基金等。金融體系在這方面非常有效率，因此很多人都視這類金融產品為理所當然，甚少提出質疑。反正風險都會轉移至其他人身上，又何必擔心這類資產的質素？就讓輸送帶加快運作，多做點生意，提供多些備用信貸及信用提升服務以增加費用收入，反正這類安排幾乎不需要資本，還可以透過買賣有關證券增加收入，利潤亦自然會上升。次級按揭？不用擔心，我們很快就可以從資產負債表中除去這類資產。何況物業價格一直上升，次級按揭也是好的資產。即使我們不做這些生意，其他人亦會做。評級機構亦很滿意資產質素，即使它們不滿意，我們可以將這類資產與其他質素較好的資產組合，成為一組多元化的資產，作為下一批有抵押債務證券的抵押品。雪球就這樣一直滾下去。

直至今年較早前美國住房市場的問題造成次級按揭的拖欠比率飆升，引發以下連串事件：

- 次級按揭證券評級下調
- 投資者對潛在風險承擔的憂慮增加
- 多種結構性產品（按揭證券、資產擔保證券、有抵押債務證券、資產擔保商業票據）的息差急速擴大
- 風險重新訂價過程失序
- 市場對結構性產品的評級制度失去信心
- 結構性產品訂價出現困難及流動性驟減
- 特別投資公司無法將資產擔保商業票據續期，需要動用銀行提供的備用信貸額度
- 結構性產品的相關資產再度記入銀行的資產負債表內，這個過程稱為「再中介化」（re-intermediation）
- 銀行面對的風險顯著增加，對銀行同業市場的信心下降
- 即使中央銀行增加提供流動資金，但銀根仍然緊絀。

0006

0098

我們不清楚歐美貨幣市場何時會回復穩定，又或者央行貨幣政策的轉變對事情是否會有幫助。值得注意的是，直至目前為止新興市場受到的連鎖影響相當輕微，相信這是因為新興市場的銀行的緩衝資本水平一般遠高於法定要求，因此證券化這項金融創新活動並未如先進市場般普及。然而，若信貸緊縮的情況持續一段長時間，先進市場的經濟及資產價格都會受到不利影響，最終會影響全球經濟。

任志剛  
2007年10月4日

[按此處](#)可參閱本專欄過往的文章。

[您的意見](#)

[Word 格式的文件](#)

 [頁首](#)

## 美國次級按揭問題

美國次級按揭問題可能沒有對香港的銀行體系造成結構性的影響，但其風險及不明朗因素仍需得到銀行界及其他市場人士的關注。

較早前，我在本專欄提到金融體系透過證券化將風險分散，會對貨幣與金融穩定構成風險，原因是證券化令人無法清楚知道風險真正存在於哪裏、由誰承擔、有否得到妥善管理，以及風險一旦惡化至超出預期時會出現甚麼情況。近期美國次級按揭問題所引發的事件正清楚反映上述情況。讀者們也許已從新聞報導中獲悉，多間海外金融機構及旗下的投資基金因投資於與美國次級按揭市場相關的產品而蒙受重大損失。我相信短期內陸續傳出這類消息並不足為奇。接下來，大家自然會問，香港的銀行又怎樣呢？

香港的銀行一向也有投資於證券，但近年為了提高收益，部分銀行開始投資於信貸衍生工具等比較複雜的金融產品上。雖然這些銀行普遍認為，只要限定投資於擁有投資級別的證券，就可免受美國次級按揭市場的信貸風險影響。然而，即使是A級美國次級按揭證券的市值也因為近期美國市場的事件而大幅下跌，足以證明這種看法過於樂觀。幸好，可能正因為香港的信貸衍生工具市場發展相對較慢，反而促使香港的銀行密切監察與次按有關的證券及信貸衍生工具所引起的風險。

從本地註冊銀行提交金管局的資料顯示，它們在美國次級按揭市場的整體投資額並未對香港的銀行體系構成系統性影響。這個結果雖然叫人感到安心，但我們仍不可以鬆懈。正如我早前指出，市場參與者之間的風險轉移變得越來越容易，監管機構就貨幣及金融穩定進行市場監察亦變得越來越困難，這是大家需要仔細研究的課題。此外，我還想到兩點我們可以從這次事件中汲取的教訓。

第一點是關於市場人士是否真正了解他們所買進的投資產品。出現問題的金融機構的經驗不單突顯美國次級按揭問題的嚴重程度，還反映出在貸款需求疲弱、利率低企、流動資金過剩及信貸息差處於非常低水平的環境下，銀行為求提高收入而有意無意間所承擔的風險。各地的銀行監管機構一般都擔心銀行的董事局及高級管理層是否具備足夠有關的專門知識，了解銀行對抵押債務債券（CDO）等複雜金融工具作出龐大投資時，究竟會面對甚麼市場風險。銀行很多時只倚賴少數高級行政主管及風險管理人員來管理風險，而有關風險卻往往隱藏在複雜的金融產品結構之下。此外，很多銀行都沒有進行嚴格的壓力測試，以致未能清楚了解一旦該等投資的資產質素或市場流動性出現重大及持續的不利變化時，會對銀行的財政狀況構成甚麼潛在影響。銀行在未有詳細制定及嚴格執行這些查證程序之前，應審慎考慮是否投資在這些複雜的信貸及債務工具上。

第二點要汲取的教訓與第一點有關。我們不應視良好的信貸評級為「零風險」的「保證」。銀行買入複雜的投資工具時經常以該項投資已取得投資級別的信貸評級為理據。然而，雖然信貸評級在某程度上確實反映違約的機會有多大，這些評級始終只是評級機構根據其內部評級模型及參考某些假設及歷史數據而得出的意見。投資者一般都無法取得關於這些假設與所用數據的詳細資料，更遑論了解或質疑這些資料。儘管歷史往往會重演，市場的扭曲及調整卻並非每次都會以同樣的方式出現。近期的事件亦顯示信貸評級機構回應市場環境變化的速度確有商榷餘地，而它們調低評級的舉動更有可能加劇市價的周期波動，從而加重承擔有關風險的人士所面對的壓力。因此，銀行應做好本份，確保了解所買入投資產品背後的相關資產、相關資產所屬市場的情況，以及評級機構所給予的評級。

010

0100

部分市場人士期望有更多政府干預措施出台，例如是減息或公營機構買入更多按揭證券以支持市場運作，亦有其他人士預測隨着更多次級浮息按揭貸款的定息期限屆滿而調整至較高的浮動息率，美國按揭的信貸質素會在2007年下半年進一步轉弱，甚至持續至2008年。美國次級按揭問題最終會如何演變，以及其對全球經濟的影響，目前尚無法預測，市場人士應密切留意事態發展。

任志剛

2007年9月6日

按此處可參閱本專欄過往的文章。

您的意見

Word 格式的文件



## 創新金融產品如何影響金融穩定

金融產品不斷推陳出新，令風險識別及管理變得更困難。

不論是集資者、投資者、金融中介人或監管當局，相信都會同意金融穩定符合公眾利益。但有時候有些人或會持相反意見，認為例如對金融市場交易商來說，太穩定往往不利於業務發展，況且金融市場波動也不一定等同金融不穩定。

然而，金融穩定是個頗抽象的概念，即使對負責維持金融穩定的監管當局來說也不容易界定。為了達致金融穩定，當局有時可能要採取特殊措施，而決策過程或會牽涉太多政治考慮，以致影響當局長遠的公信力。因此，我們必須盡量解釋清楚金融穩定的意思及釐定當局在達致這個目標上的特定職責。而就這方面來說，不少地區都遇到相當困難。

造成這方面困難的其中一個原因，是金融體系不斷演變。以往的金融體系很簡單，只是由很多間銀行一起經營存貸業務，因此金融穩定可指銀行體系在各種經濟環境下，均能持續發揮借款人與存戶之間資金融通的功能，使信貸質素良好的借款人可以渡過經濟逆境，以及在不損存戶信心的情況下承受貸款偶被拖欠的影響。而監管當局的責任，是要防範銀行承受過多信貸風險，以免在經濟逆轉下銀行的存活及存戶的信心受到影響。當局對銀行採取審慎監管之餘，往往設有存款保險等保障制度。

時至今日，大家都知道金融體系已不再像以往般簡單，只是銀行經營存貸業務，賺取兩者的息差來支付成本及承受業務風險。由於資本市場的發展，金融體系為集資者與投資者提供資金融通服務方面亦發揮很重要的作用。投資者往往不經銀行，直接面對集資者和承受其所帶來的風險。此舉大大增加金融體系資金融通的效率，讓集資者以較低成本獲取資金，讓投資者獲得較高回報，也為金融中介人帶來更多業務機會及較低風險，從而令整體經濟受惠。面對這種新環境，當局透過不同監管形式維持市場操守，讓上述金融活動在不同經濟周期下持續運作，仍可說是達到了維持金融穩定的目標。

然而，現代金融體系已變得更複雜，令當局更難完全掌握。金融市場不斷推陳出新，集資者利用可供買賣的(至少在正常市況下)金融產品將信貸風險轉移至金融體系以外，再由投資者承擔。金融體系在這方面效率之高，已令人難以掌握當中所涉及的風險以及誰要承擔風險；更甚者，連風險承擔人也可能不明白其自身處境，更遑論他們能否管理好這些風險。以次級按揭市場為例，其所牽涉的幾方面包括：批出這類貸款的機構；將貸款組合成為按揭證券的投資銀行；買入按揭證券作為投資組合一部分，以便發行抵押債務債券的投資經理；評定抵押債務債券級別的評級機構；買入抵押債務債券的對沖基金經理；以及參與對沖基金投資的投資者。這個層層互扣的連鎖鏈的參與者都希望利用各種衍生式證券，賺取可觀利潤，但其間卻可能犧牲了審慎借貸的原則。此外，連鎖鏈中有不少環節都可能存在相當大的槓桿效應，並且由銀行提供融資。一旦宏觀經濟不穩或金融體系本身受壓而引發物業市場震盪，令按揭借款人無法履行還款責任，那實在不清楚誰會最終受累，也無法估計金融體系會否有任何環節頓時失靈。因此，金融體系的所有參與者均須加緊注意。

任志剛

2007年8月16日

0102

按此處可參閱本專欄過往的文章。

您的意見

Word 格式的文件

 頁首

## 套息交易和其他影響貨幣金融穩定的風險

全球貨幣及金融穩定，仍然受到多項風險因素影響。

上星期我談及套息交易對貨幣及金融穩定構成的潛在風險，令我作為金融管理專員感到有點憂慮。明顯地投資者可能未能準確評估套息交易涉及的匯率風險，以致放心從事大量這類交易。但當市況不利，迫使他們迅速平倉，他們的周轉能力可能會大受影響，以致對整體金融體系造成不穩定。此外，套息交易可能會帶動大量資金流入，更可能造成資產價格泡沫。一旦泡沫爆破，便會對經濟、金融及社會造成不良後果。

事實上，套息交易只是我們近期加緊注意的其中一個風險環節。我所關注的至少還有四個方面，金融體系的風險分布越漸模糊是其一。金融創新令金融體系參與者（尤其金融中介人）可以將風險轉嫁給另一方。透過證券化，銀行差不多在借出貸款（尤其條款劃一的按揭）的同時，已可將信貸風險轉嫁給另一方。但銀行是否真的能夠把風險轉嫁出去？銀行其實有否在知情或不知情下直接或間接地向接手承擔其風險的機構提供融資？因此從會計角度看，以證券化的形式轉嫁風險，是有別於從銀行帳冊上直接刪除某項資產。但有一點很清楚的，就是由於轉嫁風險輕而易舉，加上市場競爭激烈，像美國次級按揭市場的貸款準則便有所鬆懈。當然，如果風險被轉嫁予財政狀況更穩健的投資者，會有助金融體系更趨穩定。事實上，有些人認為無借助槓桿融資的長線投資者較其他人更能承受金融市場急速調整的震盪。但也有人指出，這些投資者的資金或積蓄已交由退休基金等投資機構管理，而這些機構須遵守嚴格的信貸風險管理準則，因此如有任何金融資產質素轉差都會被自動沽出，以致不能發揮上述的穩定作用。無論如何，今時今日像實際風險何在、誰最終承受風險、風險是否得到審慎管理，以及一旦風險擴大至超出預期，將會發生甚麼事情等等問題，都不如以往般容易解答。

以上所談及的都是國際間共同關注的風險問題，而另一個我們注視的環節則與香港的福祉有較大關係：內地實施經濟宏調。不同人或會以不同角度看待內地宏調及其對貨幣與金融穩定構成的風險，但當中很多人會搬出慣常用於資本主義自由市場經濟的一套方法來進行分析。當然，市場終歸是市場，產品服務價格都取決於供求兩者的互動關係，只是政府干預程度有所不同而已，但面對內地這個社會主義的市場經濟，我們根本無法從教科書找出任何例子來了解這種經濟體系的運作。正是由於這種不了解，內地的發展和措施往往出乎我們習慣的資本主義自由市場的意料之外。事實上，一般市場手段的宏調措施套到內地的環境也未必奏效，因此當局往往只好採取行政措施來解決事情。儘管這些措施能夠達到預期效果，但卻可能造成市場扭曲，令原來的問題惡化，增加解決問題付出的代價和對市場的影響。

我們還有另外兩個關注的事項，但由於它們本身和其對全球金融穩定的風險已有廣泛討論，我只會簡單一提。這兩點都涉及美國，一是美國住屋市場，尤其住屋融資。全世界的住屋市場都不一樣，因此不能以香港的例子以偏蓋全。不過最低限度我們以往的經驗大概說明原來事情可以惡化到甚麼程度。另一值得關注的風險是國際收支失衡。這是個大家都認為無法持續，並繼續希望最終會有秩序地作出調整的問題。人們將焦點集中於匯率，認為它就是解決問題的良方，這點我不敢苟同。而在保護主義抬頭之下，各界對此各持己見，對全球金融都不是好事。

2007年8月2日

[按此處](#)可參閱本專欄過往的文章。

[您的意見](#)

[Word 格式的文件](#)

 頁首



## 監察風險

*要察覺新出現的風險，最好的方法莫過於不斷審視現況。*

有人說歷史往往會重演。如果是中三T，或是發明火車、電話、互聯網等能大大提升生產力及造福人類的科技革命這等令人振奮的事重演，我一點也不會介意。然而，每當我們提到「歷史重演」時，總是帶有負面的意味，有點無助的感覺：例如在金融危機發生時，我們或會感到不論怎樣也沒有辦法預防。經驗告訴我們，像香港這樣富有活力及適應力強的地方，危機過後往往會變得更強，但過程卻可能相當痛苦。其實，無論是監管機構或市場參與者都有致力了解四周的變化，嘗試識別及管理風險，即使這樣做不一定能成功防範下一次危機的出現，但至少可減低所造成的不利影響。

然而，要客觀評價這些努力並不容易。除非有危機發生，否則市民大眾對防範風險大都不以為意。即使大家常把「預防勝於治療」掛在嘴邊，但似乎從沒有重視預防工作，或只重視金融危機真的發生時所做的善後工作。結果，監管機構及金融機構都有可能忽略了預防措施的重要性。對於香港這種高度開放的外向型金融體系來說，不少事情都是在控制範圍以外的，但我們仍然不應該對預防工作掉以輕心。當然，1997至98年間的金融危機是源自香港以外地區，即使事後看來我們亦沒有甚麼辦法來防範這次危機，可是我們仍須保持警覺，甚至比其他較大及相對封閉的市場更需要這樣做，原因是在金融全球化的環境中，香港的規模（不算很大但有足夠流動性吸引國際資金流入）及開放程度（全球最自由的經濟體系）令我們比其他經濟體系更容易受到影響。

也許由於我負責金融監管，因此特別容易杞人憂天。最近我總是憂心忡忡，幸好未至於無法入睡。在2007年7月2日的清晨，我睡得很熟；臨睡前我回想10年前發生的事（當時泰銖受到投機資金大規模的衝擊，泰國在1997年7月2日決定放棄與美元掛鈎的制度，引發亞洲金融危機），即使我明白金融危機每次都不一樣，但仍認為歷史重演的機會極微。我能夠放心，並不是因為香港的金融體系不會受到外來衝擊影響，事實這是不可能的。我覺得安心，是因為對貨幣及銀行體系的壓力測試結果感到滿意：金管局不僅增加了壓力測試的次數，而且在特別極端的假設情況下，得出的結果仍相當理想。

當然，憂慮是很個人的，隨着年紀越大、經驗越多，憂慮的事亦會越來越多，因此我無意因為我個人的問題而影響到大家。目前香港的經濟表現理想，金融體系穩健，大家似乎都很開心。即使有問題出現，我相信極可能是由外來因素引起的。然而，讀者應繼續保持警覺，留意四周的變化，並要了解事情背後的原因，多從不同的角度提出問題，即使不一定有滿意的答案，但仍然可以從中得益。

就以套息交易為例。為甚麼錄得龐大經常帳赤字的地區的貨幣兌坐擁龐大經常帳盈餘的地區的貨幣是升值而不是貶值？這種不正常及不符合理論的匯率走勢會出現怎樣的變化以及在何時出現變化？進行套息交易的人是否一直能有效平衡利率收益與匯率風險？匯率、對外貿易不平衡、利率及通脹率之間出現異常關係的地區大幅調整貨幣政策的可能性有多大？進行套息交易的人會否有足夠時間及流動資金來平倉而又不損害貨幣及金融穩定？這些都是我們應該問的問題。

2007年7月26日

按此處可參閱本專欄過往的文章。

您的意見

Word 格式的文件



## 次級按揭貸款

銀行與監管機構均應密切關注美國按揭市場的發展。

當我們為公眾利益推行一些曾受批評的政策最終得到肯定時，當然會感到欣慰。住宅按揭貸款是本港銀行體系最大的資產。金管局作為銀行監管機構，身肩為存戶提供一定程度保障的法定責任，因此一向致力確保銀行的資產質素良好，以維持存戶的信心。我很高興本港銀行都非常認同保障存戶這個重要原則，並且一直大力支持金管局有關七成上限住宅按揭貸款的指引，以及其他各項監管措施。過去多年我們與銀行已建立緊密的夥伴關係，對維持銀行體系穩健發揮重要作用。

儘管本港樓市近年持續大幅波動，我們仍能成功維持銀行體系穩定，但我們不應為此感到自滿。當我們密切注視美國按揭市場近期的發展而慶幸香港沒有出現類似情況的同時，仍需要認真思考美國市場帶給我們的啟示。大家都可能會覺得香港並不存在大規模的次級按揭市場——至少就銀行體系來說如是，但我們也不應低估金融市場之間瞬息萬變的互動影響。在不斷創新及競爭劇烈的市場環境下，這種互動影響尤其迅速。若我們稍不留神，現行的住宅按揭監管政策所給予銀行體系與存戶的保障便可能被削弱。

讀者都清楚本港住宅按揭市場的發展(尤其自2003年走出谷底以來)。儘管銀行在審批按揭申請時仍將貸款控制在樓價的七成以內，但借款人取得的融資其實可以遠高於七成的水平。這些額外融資可以在銀行體系以外取得，亦可以經香港按揭證券有限公司或其他保險機構提供的按揭保險安排向銀行申請七成以上的額外貸款。現時銀行借出相當於樓價九成半的按揭貸款已相當普遍，由於銀行可以通過按揭保險計劃將額外兩成半按揭的風險轉嫁按揭保險公司，銀行實際上只承受七成按揭風險。對於所承保的按揭貸款，香港按揭證券有限公司有一套嚴謹及注重評估借款人實際還款能力的審批准則。因此縱使置業人士只付出樓價的半成而不是三成作為首期，這類按揭貸款的質素仍相當好。換言之，這些貸款額達九成半的按揭並非次級按揭。我們需指出本文中「次級」的英語「sub-prime」是描述借款人的信貸質素，並非指以低於最優惠貸款利率(即prime interest rate)批出的貸款。

我深信銀行在審批附帶由非銀行機構提供的第二按揭的貸款申請時，會採取同樣嚴謹的審批准則。但我們不應完全排除像美國那樣的次級按揭市場有可能在不為市場察覺的情況下在香港形成，而鑑於銀行作為市場直接或間接的融資提供者，這些次級按揭更可能浮現在銀行體系的資產負債表上。我並不是說香港不宜發展次級按揭市場。只要銀行能做到準確評估風險、適當訂價及審慎管理有關風險，銀行可以隨意進行放貸。但作為銀行監管機構，我們在執行已獲《資本協定二》確認的風險為本監管模式時，會密切注視按揭市場中的激烈競爭可能對銀行貸款審批准則與資產質素帶來的衝擊。我們會本着監管者與銀行間已建立的夥伴關係，繼續與各銀行、業內公會及諮詢委員會合作，確保銀行體系維持健全和穩定。與此同時，我亦希望大家以謙虛的態度從美國市場的發展歷程中學習。

任志剛

2007年4月12日

按此處可參閱本專欄過往的文章。

2010

0108

您的意見

Word 格式的文件

 頁首

## 訂立投資基準

不論是個人理財，或是外匯基金的管理，訂立投資基準都是一個很有用的做法。

訂立投資基準的概念在投資管理中存在已久，目的是在投資者的風險承受能力、對流動資金的需要，以及希望取得的長期投資回報三者之間取得平衡。人人都希望手上的資金能賺取較大回報，但現實世界中要達到這目標便要承受較高風險或犧牲一點資產的流動性。若需要現金周轉時無法將所有或部分投資出售套現，即使投資組合的潛在回報很高，也於事無補。此外，如果短期回報波動很大，或間中會造成嚴重虧損，即使長期而言投資組合錄得頗高的平均年度回報率，投資者仍會卻步。

很多投資者都會把資金放進潛在回報較高的投資工具，其後卻發現當中涉及的風險遠遠超出本身所能承受的範圍，或者當他們想把資產沽售離場時卻無法脫手。因此，除了注意潛在回報外，投資者都必須注意投資工具的潛在風險及流動性，並且盡量養成每次作投資決定前都經過這樣三思的習慣。若投資者持有集合多項投資產品的組合，便應經常評估整個投資組合的風險、流動性及回報，並檢討三者是否平衡。若效果滿意的話，便表示他們的投資基準大致恰當，否則可能需要調整，甚至自訂本身的基準投資組合。

訂立基準投資組合牽涉非常複雜的技術，市面上有很多複雜的數學模型協助投資者制訂合適的基準投資組合。金管局向有採用部分這些複雜的模型來設計外匯基金的基準投資組合，當中並考慮到外匯基金只能承受較低風險及資產須保持高度流動的需要，以及參考多個金融市場長久以來的表現數據。基準投資組合的最終結構其實並不太複雜，而且往往會以存款、債券及股票所佔百分比，以及本地貨幣與外幣所佔百分比來表示。基準投資組合除了訂明資產及貨幣分布，亦設有一些風險管理指標，例如金融工具發行人應符合的最低信貸評級及任何發行人發行的金融工具所佔的比重上限。個人投資者訂立他們本身的投資基準的過程可能簡單得多。若大家缺乏有關訂立投資基準的技術知識，大可不必理會上述牽涉複雜技術的程序，而只需參考不同類別基金所公布的資料來自訂本身的存款、債券、股票及貨幣組合。大家必須明白，一般來說股票投資的潛在回報較大，風險也較高。

讀者都知道外匯基金的基準投資組合中，債券佔77%，股票佔23%；美元(包括港元)資產佔88%，其他貨幣則佔12%。大家如有興趣可以按本身承受風險的能力及流動資金需要自訂基準投資組合，然後看看實際所得的回報能否高於外匯基金過去7年錄得的平均年度回報率5.7%。當大家訂出基準投資組合後，可自行決定投資於哪些股票、債券或其他金融工具。最終大家也應該把實際取得的整體回報與基準投資組合的回報作比較。大部分金融市場都有公布指數以供參考。例如，若您只投資於本港恒生指數成分股，恒指的回報率便可以作為閣下的基準投資回報率。若您獨具慧眼，選中合適的成分股，以致取得高於恒指回報率的回報，那麼即使恒指實際上下跌或閣下投資錄得虧損，閣下的投資表現仍算出色。

由此可見，訂立投資基準是投資管理一個很有用的工具。

任志剛

2006年6月15日

按此處可參閱本專欄過往的文章。

您的意見

Word 格式的文件

 頁首

## Complaints about Lehman Brothers-related investment products

*The HKMA is dealing with the complaints as quickly and objectively as possible.*

With regard to the problems faced by investors who bought investment products linked to Lehman Brothers, one of the priorities of the HKMA is to consider the complaints alleging improper selling of financial products by banks. I hope that the results of our investigations, in whatever form, will contribute useful information for the eventual resolution of the matter between the banks and the aggrieved investors. I'm sure everyone understands how important it is for us to carry out this task objectively and without pre-judging the issue. I hope readers will also understand the sheer size of the task: we have received more than 7,000 complaints so far and they are still coming in. But we are making every effort to deal with them as quickly as possible and have now deployed over 100 staff, both our own and some external staff specially hired for the purpose, to this important work. I would also like to ask the affected investors to help us by not submitting multiple complaints. Some complainants have done so and we have had to spend time and resources identifying these duplicates. There is no need to submit more than one complaint.

The Securities and Futures Commission (SFC) has clear requirements governing how investment products should be sold to investors. These requirements are equally applicable to banks and securities firms. In fact, securities firms as well as banks have been involved in the selling of Lehman Brothers minibonds. In supervising the securities business of banks, the HKMA requires them to comply with the Code of Conduct for Persons Licensed by or Registered with the Securities and Futures Commission in selling securities and futures products. This is to ensure a level playing field between the banks and persons licensed by the SFC. The Code requires financial intermediaries selling such products to explain the products and the risks they entail to their clients. The HKMA has required banks to comply with relevant regulations under the Securities and Futures Ordinance and to have adequate internal controls to ensure that they properly assess the suitability of investment products for their customers and adequate disclosure of the nature and risks of the products. Banks are also required to disclose whether they are acting as agent or principal and assure themselves that their clients understand the nature and risks of the product they are buying and that the clients have sufficient net worth to assume such risks and bear any losses that might ensue. The HKMA conducts regular on-site examinations of banks' securities business and, where weaknesses are identified, issues guidance to the banks requiring them to strengthen their controls. For example, the HKMA issued guidance in March 2006 emphasising the need to exercise special care in explaining products to vulnerable groups, including the elderly. It is against this background that the HKMA is considering the complaints of mis-selling and I can assure everyone that, if we conclude that banks or their staff have mis-sold investment products, we will treat those cases very seriously and take the appropriate disciplinary measures.

The HKMA has also been assisting the Hong Kong SAR Government in its efforts to urge the trustees and the distributors to provide much-needed information to the investors, including the nature of the underlying assets, their prices and their liquidity, all of which will help in the valuation of the financial products in question. This information is now becoming available. Readers will also be aware of the proposal announced by the Financial Secretary on Monday that banks should buy back so-called minibonds from investors at their estimated value. I am pleased that this has received a positive response from some banks.

The financial crisis that led to the collapse of Lehman Brothers is, as some have put it, a rare event that probably occurs only once in a century. Be that as it may, how it played out in Hong Kong raises questions about the adequacy of investor protection. This will

be one of the issues that will be addressed in a systemic review that the Government will be conducting. Indeed, the Financial Secretary has requested a report to be submitted to him within three months. Under the relevant laws, the protection of investors is the responsibility of the SFC. But because, in the great majority of cases, investors who have bought financial products through the banks are also depositors, we will also present our views on investor protection in our report to the Financial Secretary.

At this stage, I think quite a few questions will need to be addressed in the review. They are:

- (1) whether the current "buyer beware" policy for the protection of investors remains appropriate, in particular in relation to small investors investing in complex financial products;
- (2) if the policy is still considered appropriate, whether or not the mechanism for the approval of the sales documents is appropriate to ensure the comprehensive identification and adequate disclosure of the risks, so that retail investors can take informed investment decisions;
- (3) if risk disclosure under the existing mechanism for the approval of sales documents is found to be lacking for retail investors contemplating investing in complex financial products, how the mechanism should be improved;
- (4) if it is felt that risk disclosure in the sales documents is adequate, whether or not the code of conduct laid down by the SFC for distributors and the additional guidelines issued by the HKMA to the banks involved in such activity are adequate;
- (5) if they are not adequate, how the code of conduct and guidelines should be improved;
- (6) if they are adequate, how best to ensure distributors (the institutions and the frontline staff) follow the code of conduct and guidelines;
- (7) whether the incentive system for the distributors (institutions and front line staff) promotes improper behaviour in order to increase sales volume;
- (8) if there were such improper behaviour, how better to prevent it;
- (9) if the policy for the protection of investors of "buyer beware" is considered inappropriate for retail investors investing in complex financial products, what changes are needed to this policy and how the new policy should be implemented; and
- (10) given the reputation, operational and other risks that banks have been assuming in their involvement as distributors of financial products to retail investors who are also retail depositors, how the banks should better manage these risks, or whether it would be prudent simply not to offer the service to retail investors at all.

These are the questions that the HKMA has been addressing, but admittedly only from our perspective as the authority responsible for monetary and banking stability. The continuing investigation of investors' complaints will, I am sure, throw up information that will be helpful in addressing these questions. We will include our answers to them in our report on the investigations to be provided to the Financial Secretary.



**Joseph Yam**  
**9 October 2008**

Click [here](#) for previous articles in this column.

[Send your comments](#)

[Document in Word format](#)

 [TOP](#)

0114

## Lessons from the recent problems in financial markets

*The lessons for emerging markets may be different from those for developed economies.*

There has been no lack of views about what lessons should be learned from the continuing problems in global financial markets. These have come from the affected jurisdictions and from international financial institutions and forums. The views expressed so far have been insightful and sometimes quite complex but, understandably, they have mainly been from the perspectives of the developed markets.

The main focus of these views has been what was not sufficiently understood in the run-up to the problems that emerged in the third quarter of last year, and whether the responses by the international community have been adequate and appropriate. From the perspective of the emerging markets, I think the emphasis is rather different, in part because the emerging markets were somewhat behind the developed ones in the kind of financial innovation that gave rise to the problems – fortunately as it turned out. Rather more relevant to them I suspect are how best to tackle financial innovation and, possibly for those with less open financial markets, how best to programme financial liberalisation.

I certainly hope that the current turbulence in the developed markets – which is the result of financial innovation getting out of control – does not result in an indiscriminate shunning of financial innovation generally, although I fear that it has, arguably, provided emerging markets with a very bad example. Obviously financial innovation has to be properly harnessed, first by making sure that its benefits clearly take the form of more efficient financial intermediation (in other words, a lowering of the intermediation spread, rather than just serving the interests of financial intermediaries through large compensation packages for the financial engineers, which actually increase the intermediation spread) and secondly by prudently managing the risks arising from financial innovation.

Central banks and others responsible for financial stability should perhaps adopt a more pro-active attitude to financial innovation, through monitoring and perhaps even steering the process, and getting involved early on in identifying and managing the associated risks.

It is obviously difficult to keep up with investment bankers, who may also be a strong political lobby in some jurisdictions, but it is in the public interest that the authorities should at least try, if necessary making use of their authority to seek information, require public disclosure, or even to approve financial arrangements, moral hazard notwithstanding. The thing that must always be borne in mind is the overriding public interest in maintaining financial stability. We also need to be alert to the possibility of distortions to incentives in the financial system creeping in, leading to the erosion of credit standards, as happened with securitisation and credit-risk transfer through the originate-and-distribute model.

It is important to recognise the potential conflict between the public interest in efficient financial intermediation and the – perfectly legitimate from their point of view – private interests of the financial intermediaries in maximising profits. The market, regrettably, has so far not provided a solution to this conflict, at least not a solution that does not involve financial turmoil, with the apparent initial narrowing of the intermediation spread being inevitably followed by a sharp step increase, as we are seeing now. The authorities are more often than not left to deal with the problems arising from the conflict when problems set in. Some are more successful than others in pre-empting problems, for example by firmly, some say stubbornly, exercising supervisory authority

to safeguard against the erosion of credit standards.

I therefore support the many initiatives by the international financial community that have been implemented or are being discussed, aimed at making the financial system more resilient. They are very comprehensive and, rightly, very focused. However, to what extent they can address the general issue of the conflict I mentioned being an inherently unstable factor in the financial system, often manifested in distortions to incentives that are sustained in the short term by arrangements that compromise prudential standards, only time will tell.

**Joseph Yam**  
**14 August 2008**

Click [here](#) for previous articles in this column.

[Send your comments](#)

[Document in Word format](#)

 **TOP**

## Developments in the financial markets

*Actions by the US and other authorities are helping, but stresses in the global financial system persist.*

I recently attended a seminar of Central Banks in the East Asia-Pacific Region and the Euro Area, and thought readers might be interested in where we stand currently in the continuing turbulence in the financial markets, and the responses of the authorities so far.

We now seem to be facing a situation where the stresses in the global financial system, especially that of the US, are affecting the normally smooth flow of financial intermediation, acting as a drag on economic activity and affecting the asset quality of financial institutions. There is a danger that this may become a self-reinforcing process, although obviously we all hope that it will not.

A great deal now depends on how conditions in the US housing market develop and how banks respond to a much more challenging environment. On the housing market, there are signs that the adjustment may be more protracted than first thought: falling house prices, rising mortgage delinquency rates, and an increasingly large overhang of unsold homes. The important question for those concerned with financial stability is whether, during the course of this adjustment, the viability of individual financial institutions, or even the financial system, comes under stress.

To the extent that the Hong Kong experience is relevant, it took housing prices almost six years to bottom out following the crash that accompanied the Asian financial crisis in 1997, adjusting downwards by a total of 65% on average. Obviously the dynamics of the housing markets in different jurisdictions differ, as does the ability of the household sector to service mortgages which may be in – and moving further into – negative equity, particularly if the economy is slowing. Household savings in the US cannot exactly be described as high, at least not high enough to give much comfort to those concerned about whether the household sector has the necessary staying power to ride out the problems in the housing sector.

The US authorities are making tremendous efforts to contain the so-called "jingle mail" phenomenon – a phrase used to describe the arrival of house keys posted back to banks by owners who can no longer service their mortgages. The list of measures taken and being discussed is long and wide-ranging, covering legislation (including the recent passing of the *Housing and Economic Recovery Act of 2008* by the US Congress), and action at the lending and mortgage-institution levels. We must hope that these efforts are successful but the battle is still very much on with foreclosure filings up by 53% year on year in June and most home-price indexes showing further falls.

As for the banks' response to the more challenging environment, the Fed is obviously providing a lot of help, bravely venturing into uncharted areas, as the situation has clearly moved beyond the point where concerns about moral hazard were uppermost. Other central banks in the developed markets have also taken similar steps. The increased involvement of central banks in providing different types of financial support should help to avoid, or at least reduce, the occurrence of any more events like the Bear Stearns and Northern Rock incidents as the financial system adjusts to the new conditions, although the risk remains. It is comforting to see, for example, that the sharp quarter-end spikes in the spread between the three-month LIBOR and the three-month T-Bill yield that we saw in the last three quarters were more muted at the end of the second quarter of this year.

Obviously, however, all is not well yet, and the emerging markets in Asia continue to observe developments with some trepidation. There are three areas of concern. First,

as the deterioration of asset quality becomes more extensive and not just limited to sub-prime-related financial instruments, the holdings of such assets by Asian financial institutions may become problematic. As far as Hong Kong is concerned, this is not a serious concern, since the exposure of local banks to sub-prime-related assets is small compared with their overall assets, and they remain well capitalised and have high levels of liquidity.

Second, as the stress on international financial institutions of the developed markets continues, the availability of external finance for emerging markets in Asia may diminish. With this coming at a time when inflation and other concerns are risking a reversal of capital flows into Asia, financial problems may emerge. Recent developments in Vietnam are a useful reminder of such risks. There has also been talk in the financial markets about capital outflows from some Asian economies because of concerns about inflation and current-account deterioration among others, requiring some central banks to intervene in the foreign-exchange markets to stabilise exchange rates.

Third, with the US economy slowing, effects through the trade channel are a real possibility.

How these concerns will play out remains to be seen. No doubt the authorities responsible for financial stability in the region will be monitoring developments with care.

In the next Viewpoint, I will look at some of the lessons that the emerging economies can learn from the recent problems.

**Joseph Yam**  
**7 August 2008**

Click [here](#) for previous articles in this column.

[Send your comments](#)

[Document in Word format](#)

 [TOP](#)

## Investor due diligence

*Investors who don't do their homework have only themselves to blame if things go wrong.*

I have been writing in recent articles about specific weaknesses that have contributed to the current financial crisis in the developed markets. Apart from the unsatisfactory underwriting standards of the sub-prime mortgage sector and the shortcomings in risk management by financial institutions I wrote about in the last two articles, the third weakness is the lack of due diligence by investors. Here we are talking about not just individuals investing directly in complex financial instruments with risks beyond their ability to understand, let alone manage, but also the institutional investors, including the hedge funds, who really should have been able to exercise proper due diligence before getting involved.

Regrettably, inadequate investor due diligence is a common phenomenon that grows along with the intensification of euphoria in the financial markets, when many market participants, whether on the buy or sell side or as intermediaries, get carried away. Also regrettable is that advice given by the authorities to cool the market is often ignored or even condemned for spoiling the party. And when fear inevitably overtakes greed and a crisis develops, the authorities are often blamed for not taking timely action.

To be fair to all those involved in this current crisis, both the structures of the financial instruments and the dynamics of the markets concerned are highly complex. The alphabet soup (CDO, CLO, ABCP, SIV, VIE, ARS, CDS\*) is not exactly consommé. But complexity is not an excuse for not exercising due diligence. The volume of information about an investment instrument is not an excuse for not studying it. If complexity is to be used as an excuse, it should be as an excuse for not getting involved at all.

An alternative is to seek advice from experts, but investor due diligence should also involve being alert to whether the experts providing the advice are interested parties to the investment arrangement. As a rule of thumb, one should always take the advice from the counterparty, such as the institution selling a financial product, with a pinch of salt. Unfortunately many only learn this simple rule from bitter and expensive experience.

In the current crisis, even the expert advice of established institutions specialising in this area - the rating agencies - proved inadequate. Some point to the fact that the rating agencies are remunerated for providing ratings to the structured products and are therefore interested parties. I do not believe that this is a significant factor, for I am sure the rating agencies are acutely aware of the reputation risk associated with their rating standards being seen to have been eroded by business interests, which would put their long-term viability at stake. The possibility that the innovative products and the dynamics of the markets for them were too complex even for the rating agencies is a more likely reason. Investors should therefore take the advice of the rating agencies with caution rather than relying on them mechanically, as was the case in the period leading to the current crisis. Another possible reason for the apparent failure of the rating agencies is that their ratings for structured finance products were misunderstood by investors, who may have mistakenly interpreted them as having adequately taken into account liquidity risk and the behaviour of financial markets under stress.

I am sure important lessons are being learnt and remedies will be applied to clarify the role of the rating agencies, making the ratings they give more meaningful and useful. But investors should be aware that ratings are there only to help them to make

independent judgements about the risks and not to replace investor due diligence.

**Joseph Yam**  
**27 March 2008**

\* CDO = Collateralised Debt Obligation; CLO = Collateralised Loan Obligation; ABCP = Asset Backed Commercial Paper; SIV = Structured Investment Vehicle; VIE = Variable Interest Entity; ARS = Auction-Rate Securities; CDS = Credit Default Swap.

Click [here](#) for previous articles in this column.

[Send your comments](#)

[Document in Word format](#)

 [TOP](#)

## Development of sub-prime mortgage business in the US

*A lowering of underwriting standards was at the root of the sub-prime problem.*

In the last three Viewpoint articles I discussed the two general causes behind the current financial turmoil in the developed markets - a benign macroeconomic environment breeding high risk appetites; a search for yield and increasing use of leverage; and financial innovation creating risks beyond the capability of those concerned to manage them. I would like to continue this series of articles by discussing some of the specific causes, starting this week with the now familiar sub-prime mortgage problem.

Sub-prime mortgages have been around for a long time in the US, but it is only in the past five or six years that this market has grown rapidly. Part of the reason for this is the sustained economic expansion and low interest rates in recent years, which encouraged home ownership and led to rising house prices. Rising house prices in turn may have lured some borrowers into indebting themselves to a greater extent than would have been considered prudent based on their debt-service capacity. But it is not clear why the banks were so willing to provide mortgage finance to people whose repayment ability was in doubt in the first place, and why the banking supervisors seemed not to be too concerned about the risks that the banks were taking. In many jurisdictions, the banking supervisors insist on prudent underwriting standards for mortgages, typically through the use of supervisory guidance such as imposing a maximum loan-to-valuation ratio.

Credit-risk transfer through securitisation or the acquisition of protection against default through credit enhancement or credit-guarantee arrangements may have been considered adequate measures to mitigate risks. But obviously, no matter how well these measures are structured, there must still be doubt about whether the credit-risk-transfer arrangements are complete, as shown by the recent re-intermediation of sub-prime-mortgage-related financial assets back onto the balance sheets of some banks. Protection against credit default can also only be as credible as the sellers of the protection. But it seems that concern over these issues, if any, was not serious enough to limit the growth of the sub-prime-mortgage sector or justify preventive supervisory actions that now, with the benefit of hindsight, appear to have been necessary.

It is perhaps not difficult to understand why banks were so keen to get involved in this business when they could distribute the sub-prime mortgages, and transfer the risk, through securitisation. This is particularly true when banks are operating in a highly competitive environment and when there is considerable pressure, arising from capital constraints, to pursue business models that optimise the use of capital. The originate-to-distribute business model enables the banks to transfer the risk, earn a fee and create opportunities for doing other banking business with an expanded pool of mortgagors. As long as the originate-to-distribute production lines are kept running and running fast, the banks are happy, and the credit worthiness of the sub-prime mortgagors is less of a concern.

In any case, there was a quite widespread expectation that house prices would continue to go up and the delinquency rate of sub-prime mortgages would remain low. This provided further encouragement to the banks to develop this line of business. After all, even if the household incomes of the mortgagors declined, affecting their ability to service the mortgages, there was always the option of taking out second mortgages based on the appreciated value of the properties. Many commentators pointed out that, historically, adjustments in house prices in the US only took the form of slower increases rather than actual decreases. This may well have been the case in the past, or when talking about the national average, rather than prices in particular cities or areas. But that assumption looks a bit shaky, particularly to us in Hong Kong who



experienced a cumulative fall in property prices of 65% over six years. The dynamics of the residential housing market in the US may be very different from those of Hong Kong – in terms of factors such as land supply, competition on the supply side, and the time lag between changes in demand taking place and supply reacting to catch up. But there is a first time for everything, as we have seen in the past year or so, and the current trends seem to indicate an acceleration of the downward adjustment in residential housing prices in the US in absolute terms.

One certainly hopes that sub-prime mortgages are the only assets in which underwriting standards have been found to be inadequate, whether or not they have been securitised. But capital constraints and competitive pressures apply to the whole spectrum of banking businesses, many of which may be sensitive to adverse developments, either in the economy as a whole or in particular sectors. For example, credit-card loans and car loans in the household sector and loans to facilitate leveraged buy-outs in the corporate sector have been popular candidates for securitisation and credit enhancement. Hopefully these assets will not share the same fate as the sub-prime mortgages.

**Joseph Yam**  
**13 March 2008**

Click [here](#) for previous articles in this column.

[Send your comments](#)

[Document in Word format](#)

 [TOP](#)

中文

## Financial innovation and the risks it brings

*Regulators must manage the risks of financial innovation while harnessing its potential.*

I mentioned in [last week's article](#) that a general issue underlying the current financial turmoil is financial innovation and that I would revisit the subject.

Financial innovation improves the efficiency of financial intermediation, enabling some investors to achieve a higher, risk-adjusted rate of return and some borrowers to enjoy greater availability of funds at lower cost. It also allows financial intermediaries to do more business, earn more profit, employ more people, and pay higher salaries and bonuses.

So financial innovation can benefit investors, borrowers and financial intermediaries.

But there is an implicit assumption that must be fulfilled for the benefits of financial innovation to be realised. This is that the starting position is a financial system that is less than efficient in performing the financial intermediation that is essential to economic wellbeing. Interestingly, this assumption is generally true. It is quite common to notice mismatches between the risk profiles of financial instruments available in the financial system and the risk appetites of investors, or a lack of diversity of financial instruments and therefore a lack of choice for investors, or a captive market with financial intermediaries earning what seems to be an abnormal rate of profit.

One reason for this may be the regulatory and supervisory restrictions necessary for the maintenance of financial stability and for the provision of a measure of protection to investors and depositors. Financial innovation may involve some form of regulatory arbitrage or operations beyond regulatory reach, possibly spurred on by a strong desire to economise on the use of the limited capital available to financial intermediaries, and therefore a tendency to devote less attention to information disclosure and risk management.

Also relevant is the indisputable truth that, at the systemic level, there is a conflict between the private interests of financial intermediaries in profit maximisation and making financial intermediation more efficient, which might reduce the net margin between investor return and the cost of funds for borrowers. Because of this, when financial intermediaries get involved in financial innovation, they may, in the longer term, become victims of their own success, although they may not realise it. Yet they are still keen to do so, at the level of individual firms, understandably attracted by short-term profits. But this may lead them, in their enthusiasm, to misunderstand or overlook the risks associated with their innovative initiatives, not to mention the risks to the stability of the financial system as a whole.

Therefore, as well as bringing benefits to investors, borrowers and financial intermediaries, financial innovation creates complex risks that may be beyond the capacity of market participants and the regulatory authorities to understand, let alone manage. Ironically, this could lead to significant disadvantages for the investors, borrowers and financial intermediaries who benefited from the innovation in the first place. Investors could find themselves holding assets whose risk-return profile turns out to be different from what they believed. Borrowers, having been encouraged to take on higher leverage to conduct their business, could face a sudden fall in the availability of credit and a sharp rise in the cost of funding as the market for the new financial products dries up in the face of investors' reassessment of the corresponding risks. The financial intermediaries could find themselves facing losses arising from risks they had taken unknowingly, for example having to re-assume risks that they thought they had transferred through innovative credit-risk transfer arrangements.

One important task of those responsible for the wellbeing of the global and national financial systems continues to be to harness the potential of financial innovation. The identification and management of risks associated with financial innovation, particularly those of a systemic nature, are crucial to financial stability and therefore the sustainability of economic expansion, on both the national and global levels. I am sure this will occupy much of the time of those involved in the months to come, although currently a lot of effort is still being spent in fire fighting. As a member of the Financial Stability Forum formed to address international issues like this after the Asian financial crisis, I look forward to continuing involvement in this important task.

**Joseph Yam**  
**28 February 2008**

Click [here](#) for previous articles in this column.

[Send your comments](#)

[Document in Word format](#)

 [TOP](#)

中文

## Market behaviour during good times

*When times are good, make sure you don't drop your guard.*

As financial turmoil rages in the developed markets, many have been trying to identify the underlying causes. There are indeed many candidates, including questionable underwriting standards in the US sub-prime mortgage sector, credit-risk transfer leading to erosion of credit standards, poor risk management by financial institutions, lapses on the part of the rating agencies, regulatory arbitrage and gaps in financial supervision. But there are also some general causes that may help explain the current situation, and which we should be alert to.

There are at least two general causes. One is financial innovation and the risks that it brings. I have written about this before (for example, in the Viewpoint article of 27 September 2007) and I shall come back to it again in future. The other one is that good times often encourage imprudent behaviour, as market participants get carried away for one reason or another.

The developed economies, in particular the US, have been on a sustained trend of expansion with relatively low inflation since the events of 11 September 2001. The financial markets have been performing well, with (until recently) declining volatility encouraged by interest rates being kept fairly low. The global macroeconomic environment and monetary and financial conditions have been unusually benign for a rather long period. This has led to higher appetites for risk, a search for yield and rising leverage among financial institutions, investors and borrowers.

In fact, for nine months before 9/11, the Fed Funds Target Rate had been cut successively from 6.5% to 3.5%. The Fed then continued with further cuts, lowering the rate to 1% in mid-2003 where it stayed for about a year before concerns over the possibility of rising inflation caused the Fed to start increasing the rate by 25 percentage points each time the Federal Open Market Committee met until the third quarter of 2006 when the rate reached 5.25%. So the Fed Funds Target Rate was below 2% for about three years (and below what is considered the normal level of 3.5% for about four years).

This sustained period of easy monetary conditions led to changes in the behaviour of participants in the financial markets. As the yield curve flattened considerably, turning negative at times, financial intermediaries, particularly banks that traditionally borrow short and lend long, were forced to explore other more profitable business activities.

For example, banks began to look for more fee income and get more involved in (and take on more exposure to) the money and capital markets, rather than in deposit taking and lending.

The sustained low-interest-rate environment also encouraged investors and financial intermediaries to search for yield, leading to a significant compression of yield spreads that may not have adequately reflected the additional risks being taken. The reduction of volatility, measured by the historical performance of financial markets over the period, also lowered the perception of risk. This encouraged an increase in risk appetites and, at the same time, a general decrease in attention to the possibility that potential volatility could differ considerably from the actual observed volatility.

There was also an increase in leveraging, by investors to boost absolute return and by financial intermediaries to improve profitability, exposing both to greater market and liquidity risks and increasing the probability of disorderly unwinding. Borrowers were also encouraged by the low interest rates and sustained economic expansion to run their businesses with higher leverage and therefore greater dependence on credit, making them more vulnerable to a sudden tightening of credit conditions.

2510

0125

Good times are therefore when we should look for structural weaknesses in our financial system. Prevention is obviously better than cure. This is precisely why, with the help of a consultant, we are conducting a review of how we in the HKMA can best discharge our responsibilities for promoting the safety and stability of Hong Kong's banking system. We have also been spending a lot of time looking critically at the whole spectrum of work in which we are engaged as the institution responsible for the monetary system and the various aspects of the financial system of Hong Kong.

**Joseph Yam**  
**21 February 2008**

Click [here](#) for previous articles in this column.

[Send your comments](#)

[Document in Word format](#)

[!\[\]\(830769b31eeeaca920791081939ff8ba\_img.jpg\) TOP](#)

## US sub-prime mortgage crisis

*The US authorities and credit providers will have some tough decisions to make in order to contain the crisis.*

Last week I had a glimpse of a television interview with a sub-prime mortgagor in the United States. She was in tears over how hard it has been to service her mortgage, which she has not managed to do for four months. She obviously had problems in making ends meet and was finding it almost impossible to realise her dream of owning a home.

It was difficult not to sympathise with her plight. She probably took out the sub-prime mortgage two years ago in the hope that property prices would continue to rise, so that she could, if worse came to worst, service her mortgage by taking out a second mortgage on the increased value and perhaps even have a little to spare to spend on that nice carpet on display in the mall. But now, with the low, so-called teaser rate having been re-set to a much higher level, her mortgage payments have gone up substantially. And as property prices have gone down instead of up, even though many people said this would not happen in the United States, there is no way she could get a second mortgage to help out, let alone buy that carpet. She is probably about to join the rapidly lengthening list of sub-prime mortgagors in default, as the delinquency rate of sub-prime mortgages rises to the high teens, and that probably means losing her home. All her mortgage payments in the past two years since purchasing the home have gone down the drain and she is probably in negative equity, something some of us in Hong Kong are all too familiar with. Fortunately, the practice in the United States is that she is unlikely to be taken to court for her personal liability over the shortfall when her "home" is re-possessed and re-sold in the market. But then there is all this talk about the credit crunch slowing the economy and the 50-50 probability of the economy even going into recession, whatever that means. For her, however, this means a higher probability of being laid off, or having to take a cut in take-home pay. Life really is tough.

Some would say she should not have been given the mortgage, or rather misled into taking out a mortgage, in the first place. Prices go up and down and the property market is no exception, as we all know so well in Hong Kong. It is true that the combination of the abundance of land, free and nearly perfect competition, and the much shorter time lag with which supply adjusts to demand (it takes much less time to build a stand-alone house than a high-rise block of flats) means the dynamics of the housing market in the United States are a lot different from Hong Kong. But the law of gravity for prices in free markets still applies. I certainly hope, and am confident, that the kind of adjustment we saw a few years ago in Hong Kong, involving a fall of 65% over five years, will not take place in the United States. But it is all a matter of degree. And the ability of households to cope with significant adjustments in housing prices also differs in different jurisdictions, depending on factors such as the savings rate (and therefore the staying power of savers), the labour-force participation rates of household members and the social-security systems. Overall, however, it does appear that the average household in the United States, and therefore the United States economy, is rather more vulnerable to significant downward adjustments in housing prices than would be the case in, for example, Hong Kong.

In terms of containing the damage to sustainable growth, there has been talk by the US authorities and credit providers of holding down and perhaps reversing the upward trend of the delinquency rates of not just the sub-prime mortgages but also the prime ones (in a declining market, a prime mortgage can easily fall into the sub-prime category) by providing some assistance to the mortgagors. Of course, moral hazard is a concern and I understand there is quite strong political objection to the use of public funds to bail out borrowers who have over-extended themselves and lenders who have

not been diligent enough in adhering to credit standards. But in a situation like the one we are seeing, there may be a threshold beyond which moral hazard becomes less of a concern. For the lenders, or rather the "unfortunate" lenders, who have had to re-absorb sub-prime-related financial instruments onto their books, I suppose it is a matter of dollars and cents. But unfortunately it is also a matter of who are prepared to bite the bullet and put the matter behind them. It is not an easy decision. But my experience with the monetary and financial systems of Hong Kong for a quarter of a century tells me that operators in the financial system, in whatever capacity, cannot afford to do too little too late.

**Joseph Yam**  
**10 January 2008**

Click [here](#) for previous articles in this column.

[Send your comments](#)

[Document in Word format](#)

 **TOP**

## Securitisation and its impact on financial stability

*The Asian economies are not necessarily immune to the current turbulence in the US and European money markets.*

Banks need capital to do business, and banking supervisors have laid down capital adequacy ratios (CAR) and other supervisory measures to ensure that the banks have enough capital to support the risks they take using depositors' money. These measures constrain the ability of the banks, particularly those with CAR near the regulatory minimum, to expand their business. It is therefore natural for the banks to try to do more business with less capital in an effort to make more profits for their shareholders.

One popular way of doing so is to securitise assets that would normally be booked on the balance sheets of the banks, through the creation of asset-backed securities (ABS) or, in the case of mortgages, mortgage-backed securities (MBS). This can be done by the banks themselves, or by so-called conduits or special investment vehicles (SIV) buying the assets from the banks, packaging and slicing them to suit the risk appetite of investors. The banks are then able to use the capital released to do other business, while at the same time earning fee income from continuing to service the securitised assets or underwriting the securities, and trading income from making a market in the securities. The securities issued by the conduits and SIVs to fund the purchase of assets from the banks may take different forms, such as the asset-backed commercial paper (ABCP). These are of short-term maturity and therefore not a stable source of funding, and so the banks provide, for a fee, the SIVs with back-up credit lines (these do not need to be supported by capital under Basel I) and credit enhancement support to help attain a high, possibly AAA, rating for the ABCP from the rating agencies.

Like a factory, the financial system of the developed market originates assets (such as mortgages); warehouses them; packages them, with or without slicing, creates ABS of all sorts, possibly mixing them with other financial assets and turning them into other forms such as collateralised debt obligations (CDO); and distributes them to investors including banks, pension funds and hedge funds all over the world. The financial system is so efficient at doing this that quite a lot of people take things for granted and few questions are asked. Why worry about the quality of these assets if they will be off-loaded to somebody else anyway? Let us get those conveyer belts moving more quickly, do more business, charge more fees for those back-up credit lines and credit enhancement support that require little or no capital, earn more income from trading the paper, and make more profits. Sub-prime mortgages? No problem. They will be off the balance sheet quickly. In any case, they are good assets, given ever-increasing property prices. If we do not do this, others will. The rating agencies are happy with the asset quality, aren't they? If not, they can be packaged with better assets and lumped into that big pool of diversified assets backing the issue of the next CDO. On and on it goes.

Until, as we saw earlier in the year, weakness in the housing market in the US led to a jump in the delinquency rate of sub-prime mortgages, leading to the following sequence of events:

- Downgrades of ratings of sub-prime-mortgage-backed securities
- Growing concern among investors about potential risk exposures
- Sharp widening of spreads in many structured products (MBS, ABS, CDO, ABCP)
- Disorderly re-pricing of risks
- Loss of confidence in the rating system of structured products
- Difficulty in pricing the structured products and depleted liquidity

1510

0129



- Conduits not able to roll over the ABCP and needing to draw on back-up credit lines from banks
- Assets underlying the structured products returning onto the balance sheets of banks – a process known as re-intermediation
- A marked rise in perceived risks faced by banks and loss of confidence in the interbank market
- Tightness remaining even when central banks provided liquidity support.

It is not clear when this turmoil in the money markets in the US and Europe will subside or whether monetary policy shifts may help. Interestingly, so far the contagious effects on emerging markets have been muted, presumably because financial innovation through securitisation has not taken hold as much as in the developed markets, given that the capital cushions of domestic banks in emerging markets in Asia, in excess of the regulatory requirements, are large. However, there is a risk that prolonged credit tightness may have adverse implications for the economy and asset prices in the developed markets, ultimately affecting the global economy.

**Joseph Yam**  
**4 October 2007**

Click [here](#) for previous articles in this column.

[Send your comments](#)

[Document in Word format](#)

 [TOP](#)

## US sub-prime mortgage problem

*The US sub-prime mortgage problem may not have systemic implications for Hong Kong's banking sector, but banks and other market participants should watch out for risks and uncertainties.*

I mentioned in a Viewpoint article earlier that the distribution of risks in the financial system through securitisation poses risks to monetary and financial stability because it becomes less clear where the risks really lie, who is assuming them, whether they are being prudently managed and what happens if some risks deteriorate more than expected. The recent events linked to the US sub-prime mortgage problem clearly demonstrated this. Readers may have noticed from news reports that a number of overseas financial institutions and the investment funds they manage have incurred substantial losses as a result of their exposures in the US sub-prime mortgage market. I would not be surprised if we continue to hear this sort of news, at least in the near future. So the natural question is, how about banks in Hong Kong?

Banks in Hong Kong have a long history of investing in securities. But it is only in recent years that some have begun to invest in more complex instruments such as credit derivatives, primarily for yield enhancement. Although these banks generally felt that they would be more or less insulated from credit risk in the US sub-prime mortgage market simply by restricting their investments to investment-grade instruments, this view has now proved to be too sanguine, as recent events in the US market led to a significant drop in the market values of even the A-rated US sub-prime mortgage-backed securities. Thanks in part to comparatively slower development of the credit derivatives market in Hong Kong, the risk arising from exposures to securities and credit derivatives with a sub-prime component is closely monitored by banks in Hong Kong.

Information submitted by locally incorporated banks to the HKMA indicates that their aggregate exposures to the US sub-prime mortgage market do not have systemic implications for our banking sector. While this is a relief to many, we should not be too complacent. As I have pointed out before, the difficulties for the regulators in maintaining market surveillance on monetary and financial stability as risk transfer among market participants becomes more efficient is definitely an issue that deserves closer examination. I can also think of two other lessons that we may learn from the incident.

The first is about the ability of market participants to understand what they are buying into. The experiences of the troubled financial institutions underscore not only the extent of the US sub-prime mortgage problem but also the risks that banks have taken on, perhaps inadvertently, in an effort to boost revenue in an environment of lacklustre loan demand, low interest rates, excess liquidity and unprecedentedly narrow credit spreads. It is a common concern among banking supervisors around the world that the boards of directors and senior managements of banks may not possess sufficient expertise in understanding the market risks they are getting into when making sizeable investments in exotic instruments such as CDOs. There is a strong tendency for banks to rely heavily on the advice of a few senior executives and risk-management personnel to manage the risks, which are often hidden beneath layers of complex structure. What is also not commonly observed by banks is the need for robust stress testing, which would otherwise give a clearer indication of the potential impact such investments could have on the bank's financial position in the event of significant and prolonged adverse changes in asset quality or market liquidity. Where these due-diligence measures have not been meticulously established and vigorously enforced, any bank contemplating investments in exotic credit and debt instruments should think twice.

The second issue is related to the first. Good credit ratings should not be taken as

"guarantees" that a particular investment is risk free. One of the most commonly cited justifications for a bank to take on an exotic investment is that the instrument concerned has obtained an investment-grade rating. Although credit ratings do provide some indications of the chance of default, they are merely opinions of the rating agencies based on in-house rating models and according to certain assumptions and historical data. Investors normally have no way of obtaining, let alone understanding or questioning, those assumptions and data. While history often repeats itself, market distortions and corrections do not always manifest themselves in the same way. Recent events have shown that the speed with which credit rating agencies react to changes in market environment leaves a lot of room for debate, and downgrades by them can have a pro-cyclical effect on market price, making life more difficult for those shouldering the risks. Banks should therefore always do their homework to ensure they understand the underlying assets relating to the instruments they are buying, the markets in which the underlying assets operate, and the rating given by the rating agencies.

While some in the market are hoping for more government intervention in the form of interest-rate cuts or government-sponsored entities buying more mortgage-backed securities to keep the market going, others are projecting that the US mortgage credit quality will weaken further in the second half of 2007 or even well into 2008 as more sub-prime adjustable-rate mortgages reset to higher floating rates. The outcome of the US sub-prime mortgage problem and its effect on the global economy are still unpredictable, and market participants should watch developments closely.

**Joseph Yam**  
**6 September 2007**

Click [here](#) for previous articles in this column.

[Send your comments](#)

[Document in Word format](#)

 [TOP](#)

## How innovative financial products affect financial stability

*Financial innovation can make it harder to identify and manage risk.*

No matter whether we are fund raisers, investors, financial intermediaries or financial authorities, I think we all agree that financial stability is in the public interest, although occasionally we hear the contrary, and probably minority, view that, at least for traders in financial markets, stability and prosperity do not go well together. In any case, financial market volatility is not necessarily synonymous with financial instability.

But financial stability is a rather vague concept that is not easy to define, even by those responsible for achieving or maintaining it. This is not a comfortable position to be in, because it may lead to the use of ad hoc approaches to maintaining financial stability, where political considerations could play a greater-than-desirable role in the decision-making process, undermining the long-term credibility of the financial authorities. It is therefore important to be as clear as possible about what financial stability means and the specific roles of the financial authorities in achieving it, something that has presented many jurisdictions with considerable difficulty.

One reason for the difficulty is the continuing changes in the financial system. In the old days when the financial system consisted only of banks intermediating funds between borrowers and depositors, financial stability could be taken as the continuing ability of the banking system to carry on doing so through thick and thin, enabling those with good credit to ride out economic cycles and taking the occasional hit from credit defaults without disrupting depositors' confidence. Banks needed to be supervised to prevent them from taking on excessive credit risks that might undermine their viability and depositors' confidence when there was an economic downturn. Prudential supervision of banks was often supplemented by depositor-protection schemes through insurance or other means.

As we all know, the financial system is now much more than just the banks taking deposits and making loans, and earning a spread to cover the costs and the risks that occasionally materialise. Thanks to the development of the capital markets, the financial system also plays a very important role in matching the risk profiles of fund raisers and the risk appetite of investors, with the latter directly and increasingly assuming the risks of the former, rather than leaving it to the banks, insulating them from the credit risks of the borrowers. This has raised the efficiency of the financial system in intermediating funds considerably, to the benefit of the economy as a whole, by making financial resources more easily available, lowering the costs of raising funds, improving investors' rates of return, and bringing a lot more business and a lot less risk to the financial intermediaries. In these new circumstances financial stability can still be defined as a continuation of this desirable state of financial affairs through economic cycles, with the financial authorities focusing on the maintenance of market integrity through different forms of market regulation.

But the modern financial system is even more complicated than this, making it even harder for the financial authorities to comprehend. Financial innovation has enabled the credit risks of the fund raisers to be spread to outside the financial system and assumed by investors instead, through the use of tradable (at least under normal market conditions) financial products. The financial system is so efficient at this that it has become rather difficult to identify what risks are involved, where they lie, and whether those assuming them are aware of them, let alone whether they are in a position to manage the risks in the first place. Take the sub-prime mortgage market as an example. The parties involved include the originators of the sub-prime mortgage loans, the investment bankers packaging the loans into mortgage-backed securities, the investment managers buying the securities as part of the investment portfolios supporting the creation of collateralised debt obligations (CDO), the rating agencies

assigning ratings to the CDOs, the hedge-fund managers buying the CDOs and the investors investing money in hedge funds. Many of the participants in this chain have an incentive to create and off-load derivative securities, earning handsome fees. There is a danger that prudent standards are being compromised in the process. Chances are that there is considerable leverage at different points in the chain, with funding provided by banks. And when there is a shock in the property market, the general economy, or arising from stress in the financial system itself, leading to default by the mortgagors, it is not clear who in the end will suffer and whether any, and if so which, part of the financial system may cease to function effectively. There is a need for a lot of vigilance by everyone involved in the financial system.

**Joseph Yam**  
**16 August 2007**

Click [here](#) for previous articles in this column.

[Send your comments](#)

[Document in Word format](#)

 [TOP](#)

中文

## Carry trades and other risks to monetary and financial stability

*A number of risks continue to affect global monetary and financial stability.*

Last week I talked about the potential risks to monetary and financial stability posed by carry trades, as a subject causing me, as Monetary Authority, some anxiety. An obvious danger is that the exchange rate risk involved might be wrongly assessed, leading those engaging in the trade to assume too much of this risk. When they are eventually forced by the market to unwind quickly the voluminous trades that have been built up, their solvency may be threatened to the extent of causing financial instability at a systemic level. There is also the possibility of the enormous capital inflow generated by carry trades creating asset-price bubbles with debilitating economic, financial and social consequences when they burst, as they invariably do.

Carry trades are only one of a number of issues currently on our radar screen. There are at least four others that I am anxious about. The second concerns the increasingly unclear picture of the distribution of risks in the financial system. Financial innovation has enabled risks assumed by participants in the financial system, particularly the financial intermediaries, to be off-loaded. Credit risks of normal bank lending, particularly the homogeneous ones such as mortgages, can be off-loaded through securitisation, almost as quickly as they are originated. But the extent to which they have actually been off-loaded (as opposed to the assets just disappearing from the balance sheets of the banks in an accounting sense) is not clear, given the possibility that the banks may, directly or indirectly, knowingly or unknowingly, be providing funding to those assuming the risks. What is clear, however, is that the ease of off-loading risks, together with keen competition for the business, has led to some erosion of credit standards in, for example, the sub-prime mortgage market in the US. It may be that the risks have been spread to those in a better position to assume them, thus making the financial system more stable. Some have argued that long-term investors without leverage have more staying power and are therefore more able than others to absorb sharp adjustments in financial markets. Others, however, have pointed to the fact that the management of the investment funds (or savings) of this group of people has been institutionalised and is therefore subject to strict credit standards requiring the institutions (such as pension funds) to automatically sell financial assets that have become sub-standard, so that the stabilising effect is not there. Whatever the case, it is now less clear than before where the risks really lie, who is assuming them, whether they are being prudently managed and what happens if, for one reason or another, some of those risks deteriorate by an extent larger than those assuming them expected.

The third issue concerns an area of greater relevance to Hong Kong than other jurisdictions: macro adjustment and control on the Mainland. Different people have different perspectives on the macro-economic conditions on the Mainland and the risks to monetary and financial stability that they entail. Many, however, look at the subject making use of the familiar, established analytical framework normally applied to a capitalist, free-market economy. But we are dealing with a socialist market economy and there are no textbook cases to which we can refer to help us understand the functioning of such an economy, although a market is of course a market, where supply and demand are supposed to interact to discover a price for the goods or services being traded, in an environment of varying degrees of bureaucratic interference. It is precisely because of our ignorance that we will frequently find ourselves (and our capitalist free markets) surprised by developments on the Mainland and the associated policy responses. Indeed, the doubtful effectiveness of market instruments for macro adjustment and control in the circumstances of the Mainland means that there is a continuing readiness to resort to administrative measures. Effective as they may be, the administrative measures are also blunt instruments and prone to creating

0810

0135

distortions, possibly exacerbating the underlying problems, and the costs and the market effects of eventually resolving them.

I shall be brief on the other two issues since they and the resulting risks to global financial stability have been well discussed. They both relate to the United States. One concerns the US housing market, particularly in the area of housing finance. Not all housing markets are the same and so our own experience in Hong Kong is never a good example for others, other than, I suppose, as an indication of how bad it can get. The other issue concerns the continuing external imbalance that everyone considers unsustainable and continues to hope that the eventual adjustment will be an orderly one. I fear that the unjustified focus on exchange rates as the answer to the problem and the manifestation of differences of opinion on the subject in a resurgence of protectionism are both problematic for global finance.

**Joseph Yam**  
**2 August 2007**

Click [here](#) for previous articles in this column.

[Send your comments](#)

[Document in Word format](#)

 [TOP](#)

## Spotting risks

*Questioning the status quo is the best way to spot emerging risks.*

Some say that history has a habit of repeating itself. I do not mind if it is something good, like winning a triple trio, or technological revolutions like the invention of the train, the telephone and the Internet, which greatly improve our productivity and well-being. But the sentiment, when that phrase is used, is often a negative one suggesting a sense of helplessness: for example when financial crises occur and it seems that nothing has been or could be done to prevent them. We do learn from experience that a place as resilient as Hong Kong invariably comes out of a crisis stronger, although the process can be quite painful. And all of us, regulators and market participants, do make a lot of effort to understand the changes around us, identifying and managing the risks, if not to prevent the next crisis from occurring, then at least to minimise the adverse effects when it does come.

Regrettably it is never easy to objectively assess the value of such efforts. Usually there is not a lot of public interest in this unless a crisis occurs. Even though we all say that prevention is better than cure, we never seem to value preventive efforts, at least not as much as those spent in successfully managing a real financial crisis. As a result, there is a danger, for regulators and financial institutions alike, of not giving preventive measures the attention they deserve. In a financial system as open and externally oriented as Hong Kong, we obviously should not let our guard down, although for precisely the same reasons it is not always possible for us to control our destiny. The origin of the financial crisis of 1997-1998 was, of course, outside Hong Kong and, even with the benefit of hindsight, there was nothing much that we could have done to prevent it. But we should still always be on the alert, more so than the large and relatively closed markets, because our size (not too big but liquid enough to attract international capital) and openness (the freest economy in the world) make us more vulnerable than others in an environment of financial globalisation.

Being a financial regulator perhaps makes me a natural worrier. For what it is worth, my anxiety level has been increasing lately, although I have not been having nightmares. I was sound asleep in the early hours of 2 July 2007, after taking the opportunity to reflect on history and arrive at the conclusion that what happened ten years ago (Thailand dropped the peg between the baht and the US dollar on 2 July 1997, following heavy speculative attacks on the baht, marking the beginning of the Asian financial crisis) has a low probability of repeating itself now, although I know that financial crises never look alike. I took comfort not from the financial system of Hong Kong being somehow immune to external shocks - no system is immune - but from the results of the stress tests on the monetary and banking systems that we now conduct with increasing frequency using exceptionally stressful parameters.

Anxiety of course is a very personal thing, and it is quite common for it to increase with age or experience. I therefore have no intention of transmitting my personal anxiety to others. In any case, the Hong Kong economy seems to be doing well, the financial system to be quite robust, and everybody seems to be having a good time. If there are disruptions, I think it is more likely that they will come from external sources. But still, readers should watch their radar screens because vigilance is a good habit. It is also a good practice to look behind the screen and ask unorthodox questions, even if you do not always find satisfactory answers. I can assure you that this will have a positive effect on your welfare.

Take the subject of carry trades as an example. Why is it that the currency of a jurisdiction with large current-account deficits appreciates rather than depreciates against that of a jurisdiction with large current-account surpluses? How and when will these unusual and theoretically unjustified exchange-rate trends change? Will those



conducting carry trades continue to feel comfortable about the trade-off between interest-rate gains and exchange-rate risks? What is the probability of major shifts in the monetary policies of jurisdictions experiencing anomalies among exchange rates, external imbalances, interest rates and inflation rates? Is there enough time and liquidity for the carry trades to unwind without undermining monetary and financial stability? These are good questions to be asking.

**Joseph Yam**  
**26 July 2007**

Click [here](#) for previous articles in this column.

[Send your comments](#)

[Document in Word format](#)

 [TOP](#)

## Sub-prime mortgages

*Banks and regulators should be alert to developments in the US mortgage market.*

It is nice to know that the policies we pursue in the public interest are eventually proven right, particularly if they were the subject of considerable criticism when introduced. Residential mortgages represent the largest asset item on the balance sheet of Hong Kong's banking system. As banking supervisor with the statutory responsibility to provide a measure of protection to depositors, we have a keen interest in upholding the asset quality of the banks and preventing it from deteriorating to such an extent that it affects the confidence of depositors. I am glad that this important culture of depositor protection is shared by the banking community of Hong Kong. The banks have been very supportive of the residential mortgage guideline of keeping their exposure to not more than 70% of the value of the residential property and, indeed, of the many other supervisory measures promulgated by us. A valuable partnership has developed over the years between the banking supervisor and the banks, contributing greatly to the robustness of our banking system.

While we have been successful in maintaining banking stability over the recent, rather extensive cycle in the Hong Kong property market, we should not become complacent. And while we observe with interest developments in the mortgage market in the United States and perhaps count our blessings that this did not happen in Hong Kong, we should try to learn from the lessons that the US market is presenting us with. We would all like to think that a sub-prime mortgage market does not exist in Hong Kong to any significant degree, at least not in the banking system, but we should not underestimate the financial market dynamics, which are changing all the time, accelerated by financial innovation and intense competition. If we are not careful, the protection to the banking system and depositors afforded by our supervisory policies on residential mortgages may erode.

Readers will be aware of developments in the residential mortgage market in Hong Kong, particularly after the bottoming out of the market since 2003. While the exposure of the banks to the mortgage market has been capped at 70% of the value of the residential properties (at the time of originating the mortgages), the borrowers now have access to finance for well over 70% of the value. The additional finance is either provided outside of the banking system, or by the banks with their exposure above the 70% limit covered by mortgage insurance provided by the Hong Kong Mortgage Corporation (HKMC) or other insurers. It is now quite common for the banks to extend, say, 95% mortgages, but expose themselves to only 70% of the risks by off-loading the remaining 25% through mortgage insurance. The HKMC's underwriting standards for mortgage insurance are quite stringent, focussing on the ability of borrowers to service their mortgages. So, even though homebuyers make only a 5% down payment instead of 30%, the quality of these 95% mortgages is still good. In other words, these 95% mortgages are not sub-prime mortgages – although unfortunately the English term might be misleading, since many mortgages in Hong Kong are priced at below the prime interest rate. The "prime" in sub-prime refers to the credit-worthiness of the borrower, not the interest rate.

I am confident that the banks are applying the same stringent underwriting standards when considering mortgage loans with second mortgages provided by lenders outside of the banking system. There is always the risk that a sub-prime mortgage market of the type we see in the US might develop in Hong Kong without the market noticing it, and, worse still, for it somehow to creep onto the balance sheet of the banking system, given the role of the banks as funding institutions, directly or indirectly. This is not to say that we do not want a sub-prime mortgage market in Hong Kong. As long as risks are accurately assessed, properly priced and prudently managed, the banks are free to lend. But as banking supervisor, we maintain a keen interest in how these tasks are

performed by the banks during our risk-based supervision, now enshrined formally in Basel II, and we are acutely conscious of the possible effects of fierce competition in the mortgage market on credit underwriting standards and asset quality. Very much in the spirit of the partnership developed between the banking supervisor and the banks, we will continue to work with individual banks as well as the industry associations and the advisory committees to ensure the safety and stability of the banking system. Meanwhile, let us be humble enough to learn from developments in the US.

**Joseph Yam**  
**12 April 2007**

Click [here](#) for previous articles in this column.

[Send your comments](#)

[Document in Word format](#)

 [TOP](#)

## Investment benchmarking

*Benchmarking is a useful discipline, both for personal wealth management and the management of the Exchange Fund.*

The concept of benchmarking in investment management is a well established one. Designing an investment benchmark is all about balancing the risks that the investor can afford to take, the liquidity he requires and the long-term investment return he hopes to achieve. Everybody wants a higher rate of return on his money, but realistically this cannot be achieved without taking greater risks or sacrificing liquidity, or both. Having an investment portfolio that promises a very high rate of return is no use if you cannot sell all or part of it when you need the money. It may also be of concern to the investor if the short-term rate of return is very volatile, causing substantial losses occasionally, even though the average annual rate of return may be positive and high in the long run.

It is not unusual for investors to put their money into investment vehicles that promise high rates of return, only to find out later that the risks involved are well beyond their appetite or there is no market for the instrument when they want to sell out. Investors, big or small, must therefore pay attention to the risks and liquidity associated with prospective investments, as well as the expected rate of return. They should try to do this as a matter of habit when making individual investments. If they hold a portfolio of investments, they should frequently assess the risk, liquidity and return profile of their investments as a whole, and see whether they are satisfied with the balance among the three factors. Chances are they may already be quite happy about the balance, which means they have got their investment benchmark roughly right. Otherwise, it may not be a bad idea to adjust or even design their own benchmark portfolio.

Designing a benchmark portfolio can be very technical. There are many highly sophisticated mathematical models developed for this purpose. The HKMA uses some of these sophisticated models to design the benchmark portfolio for the investment management of the Exchange Fund, taking account of our low risk appetite and high liquidity requirement, and making reference to a long series of historical data about the performance of a wide spectrum of financial markets. But the final structure of the benchmark portfolio is really not that complicated. It will inevitably be expressed as percentages of the funds to be held in deposits, debt and equity, and percentages to be held in the domestic and foreign currencies. These allocations would be supplemented by certain risk management parameters, such as the minimum credit rating of financial instrument issuers and the maximum proportion of the fund that can be put in a specific instrument of any issuer. The benchmarking process may be a lot simpler for individuals. If you do not have the technical knowledge to design your own benchmark portfolio, you can by-pass the highly technical process and arrive at your own allocation to deposits, debt and equities and the currency mix by referring to the published information of different types of funds. You should recognise that, generally speaking, investing a higher proportion in equities involves higher risks and a potentially higher rate of return.

As readers are aware, the benchmark portfolio of the Exchange Fund comprises 77% in bonds and 23% in equities, and 88% in US (and Hong Kong) dollars and 12% in other currencies. Readers may find it interesting to design their own benchmark portfolios having regard to their own risk appetite and liquidity requirement (which might be higher and lower respectively than those of the Exchange Fund) to see if they can achieve a higher return than the average annual rate of return of the Exchange Fund over the past seven years of 5.7%. Having designed your own benchmark portfolio, you can invest your money accordingly and make your own choices of individual financial instruments, for example, which stocks to buy and what bonds to hold. You should also spend some time assessing how well you are doing by comparing the overall rate of return you managed to achieve with the rate of return of your own benchmark portfolio.

There are published indexes for each of the financial markets you invest in. For example, if you are investing in Hong Kong's Hang Seng Index stocks only, then the rate of return of Hang Seng Index will be your benchmark rate of return. If you are skilful in picking Hang Seng Index stocks, you will find yourself beating the performance of Hang Seng Index (achieving positive alpha in technical parlance) and you should congratulate yourself for doing a good job, even if the Hang Seng Index has fallen or you have lost money.

Benchmarking is a useful discipline in investment management.

**Joseph Yam**

**15 June 2006**

Click [here](#) for previous articles in this column.

[Send your comments](#)

[Document in Word format](#)

 **TOP**