

香港財資市場公會的信頭

對聯系匯率的意見

在 1997 年 10 月港元匯率、利率及股票市場同時出現極大波動，各界對當時跨國資金的動向和市場利率的相互關係意見不一。

自從“新興市場”概念興起，大量短期跨國資金在較小的經濟體系進出頻密，1997 年 10 月事件並不是首次港元受到狙擊，早於 1995 年 2 月“墨西哥披索危機”發生時，港元亦一度受壓，金融管理局（以下簡稱金管局）使用當時的“結算淨值賬戶*”制度從銀行系統短暫緊縮流動資金，短期利率攀升至 11%-14%，吸引銀行、市民購入，存放港元，匯率迅速轉強，該次狙擊並未對本港經濟，資產價格帶來嚴重損害，證明經濟在穩定情況下，攻擊港元貨幣局制度是不能成功的。（*結算淨值賬戶制度為 1996 年 12 月採行即時結算制前之結算安排。）

1997 年 10 月危機開始時，金管局基本上應用了 1995 年同樣手段，但由於本港經濟動力已經放緩，是次投機行動的影響很深，短期利率一度高達 300%，利率持續高企，資產價格急跌，經濟進一步放緩，投機行動多次重現。由於經濟狀況不斷演變，投機者的手法亦不是一成不變，故金管局無法避免在貨幣局制度上加了權宜決策。

金管局於 10 月後連續推出了強化貨幣局制度的措施，但是由於亞洲地區及香港經濟持續不穩定，狙擊的活動相繼於今年一、七、八月出現，基本狙擊手法都是藉著外圍市場變化，在利率，遠期利率合約市場逐步推高港元利率，透過各類市場工具借入港元，最後在外匯市場大力拋空港元，將匯率推至金管局 7.7500 干預水平，銀行系統結算餘額最後變成負數字，即同業間未有足夠港元進行結算，利率升高至有人願意沽出美元給金管局，令結算餘額變回正數。利率提升水平取決於市場心理，港元存款客戶信心，金管局購回美元的目標水平等等。

屢次的追擊都令資產市場產生震盪，股票價格立即受壓，高利率持續，由於利率市場長期不穩定，資產價格下跌，間接導致部份在港未有客戶存款基礎之外資銀行收縮信貸政策，加深了公司融資困難，成本高漲及經濟放緩等問題。

七項新技術措施推出以來，藉著對沖基金相繼出現財政困難，在各市場無力再與政府角力，這些措施迅速發揮了穩定市場心理作用，成效明顯，但是七項新技術措施推出之後，還未有經過新的大型衝擊港元活動考驗，新措施主要特點是利用儲備水平的升降，舒緩部份利率壓力，投機者亦需要動用更多資金才可以推高港元利率，但是當經濟疲弱，出現真正資金流出，財政赤字日增，儲備水平自然下降時，投機者仍可能在港元，資產市場製造壓力。

自去年 10 月以來，金管局、証監會及証券、期貨市場管理層之連繫表現出不斷的改進，建議的 30 項措施亦應令到有意操控市場行動更加困難。但各項於利率、匯率、股票市場的加強監管，在一定程度上打擊了市場的流通量。舉例利率市場各類產品如同業拆息，利率遠期合約，債務票據的交易量最近顯著減低，同業拆息迅速下降也是局部反映了外資銀行收縮在港信貸的嚴重性，同業市場的拆入者（外資銀行）由於減少貸款，故亦減少了向有客戶存款的銀行借入港元的需求。

香港各個財金市場流通量收縮自然減少了在港金融機構的盈利機會，再加上亞洲地區對財金服務的需求依然疲弱，跨國商業、投資銀行縮小規模，減少員工數目個案日增。最近國際結算銀行公佈的全球外匯交易數據亦反映了香港作為國際外匯交易中心的地位下降（95 年排第 5 位，98 年跌至第 7 位）。

香港是唯一奉行聯繫匯率的國際金融中心，與其他主要離岸金融中心—倫敦、星加坡有基本上的差異，難以進行直接比較。但香港仍然是金融制度、貨幣政策最自由的地區之一，外資銀行在香港仍享有極吸引的較低營運成本和較大的經營空間。

馮孝忠
香港財資市場公會會長