

有關九七後香港金融前景的一些誤解經常被人們談論和渲染。本文針對這些誤解提出有關事實，並作出分析，說明九七後香港的金融自主權不會被削弱；而且香港目前並沒有出現資金大量流失的情況，將來也不會出現這種情況。港元會繼續作為香港的法定貨幣，聯繫匯率制度亦會繼續實行下去。中國不會併吞香港的儲備，香港的監管水準亦不會敗壞。

引言

有關香港金融前景的一些誤解經常被人們談論和渲染，今天我要針對這些誤解提出有關事實，並作出分析。這些誤解把一九九七年後香港的金融前景描述得一片灰暗，包括：

- (一) 香港的金融自主權因為中國的干預而被大大削弱；
- (二) 資金大量流失；
- (三) 港元在一九九七年後很快便會被人民幣取代；
- (四) 港元在一九九七年後很快便會與美元脫鈎；
- (五) 中國垂涎香港的財富，吞併香港龐大的外匯儲備；及
- (六) 在港中資利益集團享有特權，導致貪污舞弊事件叢生，令監管水準敗壞。

陳元副行長剛才的講話正好為討論以上幾點提供有用的基礎，我謹在此致謝。

誤解之一——金融自主權被削弱

首先，請允許我引證法律條文，澄清有關九七年後香港金融自主權的疑慮。《中英聯合聲明》載明：「除外交和國防事務屬中央人民政府管理外，香港特別行政區享有高度的自治權」；以及「香港特別行政區政府可自行制定貨幣金融政策」。

《基本法》亦列明：「香港特別行政區政府自行制定貨幣金融政策，保障金融企業和金融市場的經營自由，並依法進行管理和監督。」

此外，根據「一國兩制」的概念，中港之間的金融關係已被界定為「一個國家、兩種貨幣、兩種金融制度及兩個相對獨立的金融監管機構」。

「相對獨立」的意思無論在中文或英文都十分清楚，應不會有任何誤解。至於「兩種貨幣、兩個金融體系及兩個金融監管機構」，是指雙方的關係不分高低、互不從屬，亦不須聽命對方。

把中港的金融關係界定為「相對獨立」是明智和務實的。雖然與中國相比，香港無論在人口及面積方面均相距極遠，但香港的貨幣及金融體系卻十分龐大：

- (一) 香港的貨幣供應量相等於中國的百分之三十九；
- (二) 香港銀行體系的資產是中國的一點三倍；
- (三) 香港的外匯儲備(包括土地基金)相等於中國的百分之八十，而且香港並無外債；
- (四) 香港股票市場資本總額是上海及深圳股票市場總和的五倍；及
- (五) 香港外匯市場成交額較中國的高出許多倍。

中港兩地的金融監管機構相對獨立，香港享有金融自主權，既符合《聯合聲明》及《基本法》規定要維持香港的國際金融中心地位的目標，亦有

* 本文為金融管理局總裁任志剛先生於一九九六年九月十日在倫敦舉行的英倫銀行《香港跨越一九九七的金融安排》研討會上發表的演辭。

助中國充分利用香港國際金融中心的有利條件，促進中國貨幣及金融體系的開放改革政策。

可能並沒有很多人注意到，香港一直以來均享有高度的金融自主權，而且隨着主權的移交，自主的程度將會更高。試比較香港總督的《皇室訓令》，以及《基本法》中有關條文便可知曉。目前根據《皇室訓令》，除非已獲英國國務大臣的批准，否則總督將不能通過「任何影響殖民地貨幣或有關銀行紙幣發行的條例草案」；或「任何有關成立任何銀行公會，或修訂或更改任何銀行公會的會章、權力、特權的條例草案。」然而，《基本法》中只有相應的原則性規定：「香港特別行政區的立法機關制定的法律須報全國人民代表大會常務委員會備案。」此外，《基本法》亦載明「備案不影響該法律的生效」。

不過，與《皇室訓令》不同的是，《基本法》對香港特別行政區的各種制度載有詳盡規定。雖然這種做法在憲法上並不常見，但在香港的情況來說，不但必要，而且必需。主權移交是巨大的轉變，因此需要有充分保障，確保令香港成功的制度可保留下來。在座各位商界人士，相信會同意這種做法是必要的。

香港將會享有更高度的金融自主權，可以從香港最近對金融法例作出的修訂看得出來。過去數年，我們與中方進行磋商，修訂有關法例，以確保與《基本法》完全一致。其中一項重大修訂是刪除把某些金融事務轉交英國國務大臣處理的規定；假如不刪除此項規定，在九七年後中國國務院港澳辦公室可能會根據過往的做法行使這項權力。讓我多舉幾個例子：

- (一) 外匯基金在證券方面的投資；
- (二) 決定外匯基金對外的借貸上限；
- (三) 在外匯基金的資產超越《外匯基金條例》界定的要求後，轉撥多出的外匯儲備作其他用途；

- (四) 委任發鈔銀行的權力；及
- (五) 頒布硬幣為法定貨幣，鑄造硬幣及委任鑄幣廠的權力。

在有關條例修訂前，以上事項全須獲得英國國務大臣的批准；現在，有關權力全歸香港，由財政司或總督會同行政局行使。

我相信各位會同意香港目前已有一個明確的體制，可充分保障香港的金融自主。雖然自主權被削弱的風險或許仍然存在，但我相信憑着這個體制，我們有能力捍衛香港的金融自主權。此外，我們必須向外間證明，我們可透過以下途徑，在維護香港利益的大前提下，行使金融自主權：

- (一) 繼續實行具公信力的金融和貨幣政策；
- (二) 在公開市場運作方面，具有透明度及問責性；
- (三) 在提供有關儲備及其管理方式的資料，持公開的態度；及
- (四) 以高度專業的方式履行職責，以取得香港市民及國際金融界的信心。

誤解之二 — 資金大量流失

接着我要談到有關香港主權移交前出現資金大量流失的誤解。我只需提出一些例證，就能夠消除大家在這方面的疑慮。香港政府即將編製國際收支賬目的統計數字，金融管理局為了配合有關工作，於一九九四年與國際貨幣基金會商議，進行了一項粗略的研究。研究結果顯示：

- (一) 對外收支只有少量逆差，佔本地生產總值的百分之一；
- (二) 私營機構資金大量流入；及
- (三) 外匯基金持有的官方外匯儲備大幅增長。

以上資料清楚顯示，至少在一九九四年，香港沒有出現資金大量流失的情況。

還有更多事實。如果香港真的出現資金流失，港元匯價便不可能如此穩定，而且實際上較在聯繫匯率下的固定匯率（一美元兌七點八港元）還要強；另外，港元利率也不會如此貼近美元利率；香港股票市場的表現也不會超越很多海外股票市場。此外，假如香港出現資金外流，那麼按本地生產總值的增長率來計算，港元存款基礎的增長率不會追得上經濟活動的增長率。

另外，有部分人士指出銀行體系存款總額中港元存款僅約佔一半，顯示資金已大量流失，及人們對港元信心不足。然而，事實正好相反，這一點正好反映香港的國際金融中心地位。投資者在香港存放外幣資金，是他們想利用香港時區內市場交投暢旺的優點，這正是國際金融中心的特色。在倫敦，英鎊存款只佔存款總額約百分之四十；至於新加坡的相應數字則約百分之四十七。

香港居民擁有多元化的資產投資組合，不排除這種做法部分可能基於政治因素。不過，此等資產分散投資所造成的影響，應已被海外資金流入所抵銷，他們把資金注入香港，期望利用香港及其鄰近地區的經濟動力，賺取可觀回報。

香港正位於全球發展最迅速地區的中心，擔當國際金融中心以及通往中國市場的窗口的重要角色；而中國隨着改革開放政策的推行，不久便會成為全球最大的經濟體系。由此可見香港前景光明，資金自然會繼續流入，所謂資金大量流失的說法與事實不符。

誤解之三 — 港元將會消失

讓我談談第三個誤解 — 港元的命運。最近頗為盛行的一個說法，就是九七年後中國政府將不會容許兩種貨幣同時流通，因此，港元將會消失，並被人民幣所取代。

首先我們必須注意一點，就是《中英聯合聲明》及《基本法》均清楚規定九七年後最少五十年內，港元將繼續作為香港的法定貨幣，在香港特別行政區流通，並可自由兌換。《基本法》並不容許港元消失，亦不容許人民幣取代港元。此外，正如陳元副行長指出，兩種貨幣之間的關係是：在中國內地，港元被視為外幣；而在香港，人民幣亦被視為外幣。

不過，我們也應考慮經濟現實。或許有人會認為，對於兩個關係密切的貿易伙伴而言，單一貨幣或相對匯率固定，在某些情況下，可能較兩種貨幣及兩種不同的貨幣政策的做法為佳。原因如下：

- (一) 在進行跨境業務交易時，可消除或盡量減低因匯率變動而引致的不明朗情況；
- (二) 能促進兩地的資金流動速度；因此
- (三) 能加強兩地的經濟發展及提高它們的生活水平。

事實上，以上各點正是支持成立歐洲貨幣聯盟的其中一些論據。不過，我相信大家均明白到歐洲貨幣聯盟能夠建立，每個參與國家必須先符合數項合併準則，以保障有關經濟體系免受擾亂，以及防止經濟問題不受控制地蔓延各參與國。各參與國一致認為貨幣合併的代價高昂。儘管歐洲國家的狀況頗為接近，但仍有一些國家未能符合貨幣合併準則。假如把類似的貨幣聯盟合併準則應用於中國和香港身上，便會知道中港之間差距很大，與歐洲各國的情況極之不同。

因此，我們不難作出結論；中國和香港的情況不適宜組成貨幣聯盟，兩種貨幣只宜分開運作。事實上，我們很難找到兩個如中國和香港般重要，卻又如此截然不同的經濟體系。Heritage Foundation 最近指出香港是全球最自由的經濟體系，但中國卻列於第一百二十一位。九七年後，港元將繼續存在，是香港的法定貨幣，並且可自

由兌換。不管人民幣能否自由兌換，不管任何時期，港元將不會消失，亦不會被人民幣取代。

誤解之四 — 港元與美元脫鈎

第四個誤解是港元將於不久將來與美元脫鈎。實行固定匯率制度以歐洲大陸來說不是甚麼嶄新政策。在香港而言，由於本港經濟體系極之開放，以對外貿易為主，因此貨幣政策以穩定的匯價作為目標也是合情合理的。聯繫匯率是香港政府的既定政策，並得到各方面的支持，包括：

- (一) 中英兩國政府；
- (二) 國際貨幣基金會每年對香港進行的經濟分析報告均支持聯繫匯率；
- (三) 國際結算銀行形容香港的聯繫匯率是「頗為特別的例子」，並認為香港的龐大外匯儲備「為對聯繫匯率的承擔提供了幾乎無可比擬的公信力。」；及
- (四) 佛利民教授於九三年在香港舉辦的研討會談到聯繫匯率時，說：「一個規模小的國家若將其貨幣與主要大國聯繫會較為有利。」

在港元的歷史裏，大部分時間均實行固定匯率制度，只有在一九七四年至一九八三年間港元是自由浮動的。不過與一九八三年以來實行聯繫匯率制度下的經濟表現來相比，那九年浮動匯率下的體驗是令人不快的。在這九年間，香港的信貸和貨幣供應急劇擴張，導致兩位數字的通脹，物業和股票價格大幅波動，銀行體系不穩，港元大幅貶值。相反，在聯繫匯率的制度下，本港的經濟情況卻令人滿意。

當然，實施聯繫匯率要付出一些代價，我們要把釐定利率政策的權力交予美國聯邦儲備局。香港的利率不是由我們制定，而是由美國聯邦儲備局制定，我們不能隨意提高利率以打擊通脹，但是我們都知道，在一個以對外貿易為主的經濟體系，貨幣匯價的穩定會帶來穩定的通脹率。雖

然有時候利用利率打擊通脹會帶來好處，但若要因此而放棄穩定匯率便不值得，因為匯率穩定對香港的繁榮穩定至為重要。

在技術層面而言，港元與美元掛鈎是一種貨幣發行局機制，它是一種嚴謹的固定匯率制度，較之歐洲的貨幣匯率機制更為穩固。

- (一) 聯繫匯率機制下，在發行及贖回港元時，均採用一美元兌七點八港元的固定匯率，換言之，所有港元均有十足的外幣儲備作為支持；
- (二) 事實上，本港的外匯儲備是港元發鈔量的五倍多；
- (三) 過去十年，香港作出一系列的金融改革措施，強化香港的金融體系，並加強金融管理局維持港元匯率穩定的能力；及
- (四) 近期，亞洲的中央銀行已簽署雙邊回購協議，在有需要時可向對方以美國國庫券作為抵押，換取流動資金。

投機活動不會動搖聯繫匯率制度。香港經濟基礎強健。貨幣投機者一般並沒有港元頭寸，所以他們沽空港元時，要向市場借入港元來平盤。香港金融管理局作為港元的最後貸款人，絕不會直接或間接地以相宜的價錢借出港元供投機者炒賣。香港的金融機構亦清楚知道我們的立場並站在我們的一方。金融機構在向投機者提供港元頭寸時，應清楚知道當中涉及的市場和利率風險。

一如其他國家的貨幣，港元的未來掌握在港元資產持有人的手上。只要他們對港元、對香港的金融制度、對政府維持港元穩定的能力；以及對政府審慎理財和推行穩健經濟政策等等具有信心，聯繫匯率便會穩如泰山。從外匯基金債券與同年期的美國國庫券的息率可以看到，港債的風險溢價極低，可見市場對港元是相當有信心的。

誤解之五 — 儲備被中國吞併

第五個誤解是中國會垂涎香港的財富，吞併香港龐大的外匯儲備。《中英聯合聲明》和《基本法》的規定，對香港財政獨立作出了明確的保障：

- (一) 香港特別行政區的財政收入全部用於自身需要，不上繳中央人民政府。
- (二) 中央人民政府不在香港特別行政區徵稅。
- (三) 香港特別行政區的外匯基金，由香港特別行政區政府管理和支配，主要用於調節港元匯價。

無論如何，截至本年六月底止，中國擁有世界上第二大外匯儲備，中國並不需要香港的外匯儲備。不過，有些人甚至揣測中國會對管理外匯基金的官員施壓，要外匯基金購買中國國債或人民幣債券，來補貼中國的財政赤字。對於這類誤解，我想指出：

- (一) 外匯基金的投資政策透明度極高，賬目亦會定期向公眾發表；
- (二) 外匯基金的投資政策是由財政司根據外匯基金諮詢委員會的意見作出。外匯基金諮詢委員會的成員，包括資深銀行家和金融家；
- (三) 外匯基金由香港金融管理局及外聘經理以高度專業的方式管理；
- (四) 香港金融管理局有嚴格的信貸風險管理體制，清楚界定外匯基金所能承受的信貸風險；
- (五) 目前，外匯基金不能持有不可自由兌換和不可在外匯市場買賣的貨幣資產；及
- (六) 根據外匯基金投資政策，目前中國並不在可接受信貸風險的發行國家名單之內。

不過，我不排除或有一天中國或人民幣會在我們的投資政策內被列為可接受的風險。我亦誠

意希望這天終會出現，使外匯基金可以購買人民幣資產，正如我們現在持有英國政府債券一樣。我可以向大家保證，假如真有一天外匯基金投資於人民幣資產，這並不是因為中國的壓力。假如中國真的施加壓力，作為香港的金融管理專員，我可以確保香港市民和國際金融界不會毫不知情。

誤解之六 — 監管水準敗壞

讓我轉到第六個，亦即是最後一個的誤解，就是由於要給予國內利益集團特權，令香港金融監管水準敗壞。讓我引述陳副行長剛才談到在香港的中資金融機構運作問題，九七年後，國內機構不會在香港享有任何特權，而在港的中資金融機構將須緊守下列原則：

- (一) 中資金融機構與香港的其他外資機構待遇相同；
- (二) 在港中資銀行將受到香港金融管理局根據香港的政策與措施作出的監管；及
- (三) 在港中資金融機構不享有較其他金融機構優越的地位。

這一刻，各位或會想，上述的原則很完善，但實行時又會否是另外一套呢？答案最終繫於香港監管者的專業和操守。我對金融管理局的同事的能力很有信心，但他們必須在適當的制度和架構下才能充分履行他們的職能。所以我們於三年前成立香港金融管理局，使香港在九七年前能夠以高度專業的方式履行中央銀行的職能，並順利跨越九七。我認為金融管理局已令其他中央銀行和廣大市民相信，那些認為香港在九七年會出現金融和監管制度真空的說法是危言聳聽。

在履行金融管理局的責任時，我們知道背後的理念是要確保九七年後香港保持其國際金融中心的地位。事實上，此責任在《聯合聲明》和《基本法》中也清楚列明。我們知道，若要達到這個目標，必須要令來自超過四十個國家的四百九十三

家外資銀行均認為它們受到香港監管者的公平對待。這表示我們的監管政策需要符合國際標準，並在公開、公平和貫徹的原則下執行。我可向大家保證，這些我們都已做到。具體而言：

- (一) 我們完全符合巴塞爾委員會提出有關銀行的監管規定；
- (二) 香港的銀行業條例清楚列明監管者的職權與責任；
- (三) 在銀行監管者如何理解及執行監管條例方面，我們是高度透明的。例如我們去年出版的「申請成為認可機構的指引」，便對發牌的準則作出了詳細的闡述；
- (四) 金融管理局是根據一套清楚、明確，並具有內部制衡的機制來對監管事宜作出決定的。根據銀行業條例，銀行監管檢討委員會會就有關發牌的決定向我提供意見；

(五) 我們通過一些法定的諮詢委員會和香港銀行公會，與銀行界保持緊密聯繫；及

(六) 我們會根據銀行業條例和草擬中的「銀行營運守則」，向銀行發出指引。

我們極之重視金融監管及履行其他中央銀行職能的責任。我們有能力確保這些職能會在九七年後在誠信和公正的原則下履行。在這方面，我們並非獨力奮鬥；我們會繼續得到香港銀行界及其他中央銀行，特別是今天出席研討會的英倫銀行和中國人民銀行的支持。

今天的研討會便是這種支持的具體表現。有賴英倫銀行籌備今次的研討會，我謹在此致以謝意，並對英倫銀行喬治行長多年來對我本人及金融管理局的協助和支持表示衷心感激。我並想藉此多謝中國人民銀行和香港三間發鈔銀行參與是次研討會。這顯示我們齊心協力，確保香港不但能超越「九七極限」，並會日趨繁盛。☺