

這篇演詞檢視在九一一事件後，香港銀行及金融基礎設施的狀況。香港具備穩健及靈活的金融結算安排，有助減輕及分散風險。儘管競爭越趨激烈，但銀行業仍然實力雄厚。銀行體系的監管改革會繼續消除妨礙競爭的屏障，以及維持及改進銀行體系的穩定及優勢。

這篇演詞亦提及最近有關香港聯繫滙率制度的利弊的討論。其結論指出，儘管聯滙制度並非完美，但卻是最切合本港需要的方案。改變聯滙制度只會帶來不明朗及不穩定。

我很高興獲邀請在香港銀行學會的午宴上發言。更加高興的是，見到在座各位都是銀行界舉足輕重的人士，充分反映香港銀行學會的影響力，以及其工作對銀行界的重要性。不過，要在國際局勢動盪不穩，本港經濟備受重大壓力，經濟環境極有可能會進一步惡化的情況下發言，實在令我感到有點不安。

在這種時勢，金融界可以發揮甚麼作用？更具體來說，監管機構應該做些甚麼，以確保貨幣與金融體系有利穩定，能推動經濟復甦？我相信答案在於保障銀行體系的實力、確保金融基礎設施在面對壓力時仍能穩健運作，以及維持穩定並有利締造平穩、健全及有效率的市場的政策。在今次演講中，我會列舉一些例子，說明憑藉過去多年的努力，香港有能力達到以上的目標。希望這些例子能夠提供保證，讓大家安心。不過，我要指出，期望有「特效藥」的人不會喜歡這些例子——特別是少數認為比較激進的措施才是解決所有問題的靈丹妙藥的人士，這些人士提出港元要與美元脫鈎，或重訂掛鈎的滙率。我會在演講的最後部分談到這個在過去幾星期都相當受關注的問題，闡明我為甚麼認為改動聯滙制度並非解決之道。

動盪不穩的時勢

不過，首先讓我對當前的環境提出一些意見。國際方面，其實在九一一事件之前已有跡象顯示全球經濟即將甚或已經開始放緩，只是不清楚這次放緩會歷時多久或有多嚴峻。九一一事件以及其後果並未能讓我們有清晰的答案，但可以肯定的是，經濟環境會更加嚴峻，復甦所需的時間亦會更長。

目前有多項與九一一事件有關的因素在發生作用。某程度上，有一些即時的影響是可以量化的，包括：這次恐怖襲擊造成的實際損害、航運及旅遊業因額外的保安及保險支出以及收入及職位流失所付出的代價，以及全球市場所受的打擊。不過，其他方面的影響卻帶來極大的不明朗因素：例如，商業及消費信心崩潰的程度及持續的時間、財政與金融刺激方案在防止商業及消費信心下滑方面有多大作用的問題，以及對付恐怖主義的戰爭的範圍及其對經濟的影響；據報導，這將會是一場持久戰，而且有別於其他的戰爭。

相信區內經濟會受到嚴重影響。我們極之倚賴對美國的出口，而目前這些出口正在減少，並且未來的日子仍可能會繼續減少。由於投資者希望盡

¹ 本文是金管局總裁任志剛於2001年10月24日在香港銀行學會午宴上發表的演詞。

量減低風險，所以流入區內的資金減少。區內許多地區更要面對持續的內部問題，部分更要同時處理經濟及政治問題，印尼便是一例。日本是推動區內經濟發展的火車頭，但其經濟仍然不振，出口繼續萎縮，失業率持續上升，銀行體系疲弱，整體經濟瀕臨另一次衰退邊緣。香港在區內的姊妹城市新加坡最新公布的數據也令人感到不安。

中國的發展仍然是區內最觸目的，今年首3季的實質國內生產總值增長率達7.6%，出口增長則達7%。由於美國約佔中國出口市場20%，所以中國的出口以及國內生產總值無可避免地會受到美國消費支出下跌的影響：最新公布的數據亦已反映這個事實。因此，經濟增長將需轉為由國內需求帶動，事實上國內需求相當龐大，而且近年更迅速增長。中長期來說，今年較後時間中國加入世界貿易組織將會令中國作出連串影響深遠的經濟變革。預計由現在至2005年間，中國的貿易流量會因為「入世」而倍增。金融形勢將出現巨大變化，金融機構數目亦會大幅增加。

正如我過去指出，對香港來說這些都是好消息。我們估計僅僅因為轉口貿易的增加，本港的年度本地生產總值便會增加0.5%至1.0%，更會大大刺激本港的專業、中介及服務行業的發展。對香港前景感到失望的人士應該細想一下香港是中國的國際城市，中國入世會為香港帶來不少機會。

然而，大家最關注的是眼前的問題，而不是日後的好處，這一點是可以理解的。外圍環境迅速惡化，可能會令香港面對的周期性衰退持續一段更長的時間，令去年出現的強勁但短暫的復甦消失於無形。今年可能會再度錄得負增長，物價下跌的情況預計仍會持續。這種經濟持續下滑的現象在香港經濟近期的歷史中是前所未見的。

美國多次減息使香港的銀根能夠適時地放鬆。然而，在一定程度上，進一步的減息已不能夠發揮太大作用。因此，在悲觀情緒籠罩下，即使銀

根放鬆，也要一段時間才能對經濟活動產生作用。目前大家最關注的是失業率。由亞洲金融危機最嚴峻時期6.3%的高位，至2000年末下跌至4.4%後，失業率又再逐步上升，而且升勢似乎還會繼續。這部分是全球經濟放緩的影響。不過，隨着製造業繼續收縮以及技術錯配令金融服務及資訊科技等增長行業難以吸納閒置的生產力，經濟出現結構性轉型，失業問題也因而加劇及變得複雜。

這些數字背後都是一個又一個辛酸慘痛的故事——失業、負資產、破產等等，以及社會上普遍存在的不安及悲觀的氣氛。這些負面因素正是促使實質經濟與金融業之間發生極之不利及可能會動搖經濟穩定的相互影響。恒生指數自年初以來已下跌了超過30%，貸款需求疲弱正損害銀行的盈利。信用卡應收帳款拖欠比率亦有所上升。幸好因為按揭息率大幅下調，所以住宅按揭貸款拖欠比率下降，但失業率上升可能會令這個走勢改變。

在這種時勢，我們要留心金融體系面對長期經濟困難所帶來的種種壓力的表現，尤其是因為困難可能還要持續一段時間。在發生九一一事件後，我們更需要反省面對突如其來的緊急事故，本港的金融貨幣制度是否能靈活應變。過去多年來我們在香港建立的金融及銀行體系究竟有多穩健？我們還需要做些甚麼才能令這個體系更加強固？

建立穩定

曼哈頓下城區在9月11日受到的恐怖襲擊，其中一個目的是試圖令全球最大的金融中心陷入癱瘓狀態。以襲擊的規模及受襲地點來衡量，紐約能迅速恢復運作及全球金融市場最終只是受到輕微影響，實在令人驚歎。尤其，至關重要的支付系統能繼續如常運作，沒有發生故障或出現堵塞的情況。這全賴有關機構（無論是私營或公營機構）的危機準備意識，也充分表明紐約的決心，這一切都令我們印象深刻，大受感動。

由於美國具備穩健的金融基礎設施，能應付恐怖襲擊造成的破壞，因此並未產生連鎖效應，影響香港或其他地區。然而，當時大家最擔心的是，可能會觸發全球的系統性問題。紐約事件亦很自然令我們自我審察本身的應變計劃，特別是與支付及結算系統等關鍵業務運作有關的應變計劃。這些計劃在過渡2000年前已大為改進及進行了嚴格的測試。當然，這些計劃不可能應付每一件可能發生的災難事故——無論是在本港或其他地區發生——但我們很有信心，相信應變計劃相當穩健，並具備靈活性，讓我們即使在最難應付的情況下，也能維持核心業務運作。

九一一事件亦令我們對全球結算系統的性質及結構作出思考。大家都知道，香港在去年推出美元結算系統，在亞洲時區內為各種美元交易提供即時結算。我們的目的是要減低赫斯特風險——這是在不同時區交付不同貨幣而引致的外匯結算風險——及為亞洲區提供快捷、有效及便宜的結算服務。九一一事件令我們深切體會全球結算系統受到嚴重干擾的風險，並清楚顯明香港的美元結算系統是重要的風險管理工具。顯然，多利用本地系統進行港元兌美元交易的即時結算，無論在減低及分散風險方面都會帶來實質好處。毫無疑問，面對風險增加的形勢，本港銀行都會認真研究其現行有關這類交易的結算安排，以及如何更有效利用本地的服務，以在亞洲時區內達到貨幣同步進行最終結算。

金管局會繼續發展及鞏固本港的金融基礎設施，並與全球系統建立更有效的聯網。例如，我們已開始與全球最大規模的中央證券託管系統「歐洲結算系統」建立雙向聯網。由於要應付龐大的使用量，所以雙向聯網會以高度自動化的形式進行，使亞洲區的投資者能買賣由歐洲結算系統託管的證券。

支付及結算等基礎設施構成銀行與其他金融機構之間重要的道路與橋樑，使它們能互相聯繫。

銀行本身又怎樣？香港銀行面對日益激烈的競爭，盈利有所減少。不過，本港銀行體系仍然相當穩健，平均資本充足比率為18%。公眾以至國際金融社會對香港銀行都充滿信心。面對曠日持久的金融危機，以及在全球銀行業均出現影響深遠的變革及本港正推行重要的監管改革的時刻，它們仍能保持甚至增強其實力。

銀行業改革計劃的主要目的是，讓銀行體系能在其雄厚實力的基礎上進一步發展，以及更有效利用其優勢。改革計劃的要旨之一是消除妨礙競爭的因素，以增加銀行體系的效率及動力。其中一個結果是，最近銀行業在整固方面取得重大進展，銀行機構進行合併，以至在機構規模上能讓它們在日趨全球化的環境中更有效運用其優勢。

改革計劃的另一個主旨是改進及發展保障措施，目的並不是要讓有問題機構能經營下去，而是要避免一旦有銀行出現問題時會造成系統性連鎖影響，以及為小存戶提供較多的保障。金管局在1999年澄清了其作為最後貸款人的角色，在經濟或金融前景不明朗的時期，這是一項頗為重要的措施。我們在推行風險為本監管方法方面也取得了進展，這個監管方法的目的是要對機構承受較大風險的範疇作更集中及準確的評估，從而能在問題惡化前採取行動。我們在籌備存款保險計劃（一旦發生銀行倒閉事件，為小存戶提供安全網）方面亦進展良好。有關技術細節的諮詢在進行中，我們預期可以在2002年底進行必要的立法程序。

所有這些措施的目的——以及任何銀行監管機構的首要責任——都是維持及改進整個銀行體系的穩定及優勢。面對目前的艱難時期，在可能的情況下，我們都盡可能尋求方法，減輕社會所承擔的一些重擔，即使這只是為了保障銀行的資產質素。我們需要在效率、盈利及審慎的風險管理——維持銀行業穩定的重要元素——以及在個別客戶的權利（無論這些權利看來有多理想）之間取得平衡。不

過，香港銀行透過具想像力及客觀的方法來作出平衡，證明這些目的並非互不相容。例如，整體上，銀行在釐定收費時都能保持謹慎，確保弱勢社群能享有基本銀行服務。面對出現困難的按揭借款人，它們也能表現出寬容，並以具建設性的方法處理問題，特別是它們都積極回應金管局最近推出的措施，讓它們能靈活處理負資產業主轉按的個案。我深信它們亦會同樣積極回應政府最近公布建議為中小型企業設立的19億元貸款擔保計劃。

與兩三個星期前施政報告公布的其他改善經濟措施一樣，這些計劃將能在艱難時期略為紓緩一下經濟困難，甚至也許能有一些刺激作用。然而，持久的復甦只會在外圍環境有所改善的情況下才會出現。在此期間，我們應該盡可能採取一切措施，以減少經濟所受的損害，維持本港金融及銀行體系的穩定及實力，以及作好充分準備，一旦經濟復甦時我們能掌握所展現的機會。

聯匯制度

有些評論員提出改變甚或取消聯繫匯率制度，會否對香港有利的問題。部分評論員只是建議對匯率制度進行深入全面的檢討，但沒有要求即時進行。部分則建議在情況比較穩定或經濟轉趨蓬勃時調低兌換率或取消聯匯制度。也有一些評論員要求我們即時採取行動。然而，另外有一些評論員則批評政府在1990年代期間沒有適時作出改變，這種意見沒有太大說服力，亦沒有建設性。這些評論背後所持的理據主要認為聯匯影響香港的競爭力，亦因而妨礙了經濟復甦；聯匯令我們失去對貨幣政策的控制權，以及聯匯令通縮加劇。

在回應這些意見之前，我要先說明三點。第一，我並不反對就聯匯及其他可行的匯率制度的利弊進行公開及客觀的討論。聯匯作為本港金融體系的基石，絕對應該受到公開監察。唯有當大家充分理解我們採納某種貨幣政策的原因，以及透過開明

和詳盡的討論來研究其他可供考慮方案的利弊及限制，我們才能維持公眾及市場對港元的強固信心。金管局透過出版不同的刊物、舉辦教育計劃，以及由金管局人員與社會各階層人士進行簡介及討論，不斷鼓勵社會大眾進行這些討論。

第二，聯匯制度的利弊——其對經濟的影響、其他推行類似制度的地方的經驗、其他可供考慮方案——一直以來均受到嚴謹的檢討。最近幾年隨着金管局內部設立了專責研究部門，以及貨幣發行委員會與香港金融研究中心的成立都大大加強了有關的檢討工作。這些機構的研究相當有深度，而且涉及的內容相當廣泛，金管局把大部分研究結果公開，供有興趣的人士參閱。

第三，我們清楚明白聯匯的限制。我們認同聯匯令我們無法利用匯率讓香港能迅速對突如其來的震盪作出調整。我們認同聯匯令香港在港美經濟周期並不同步時受制於美國的貨幣政策。我們認同聯匯是90年代時資產價格飆升及近期出現下跌的其中一個原因。總括而言，我們認同聯匯並非完美的制度。然而，世上沒有完美的匯率制度。因此，我認為我們應該問的問題並非：「哪種匯率制度能除去這些限制？」而是「這些限制是否這樣重大，造成的約束及損害這樣嚴重，因此即使聯匯制度有利香港亦得不償失，或因此我們寧可承受改變或放棄聯匯而引致的風險及不明朗因素？」我想答案是「不」。

首先讓我們討論一下競爭力的問題。有關意見指出，由於香港的匯率制度欠缺靈活性，所以與區內其他把貨幣貶值的經濟體系比較，我們的產品以至香港整體均缺乏競爭力。即使我們撇開競爭性貶值的謬誤不談，這個意見假設名義匯率本身是評估經濟競爭力的可靠指標。當然，對任何經濟體系來說，名義匯率都並非可靠的指標，對正在經歷結構性轉型的香港來說就更是如此。名義匯率是相關的指標，但更恰當的是實質匯率（因為把通脹率與

貿易結構模式也計算在內)。自1998年金融危機爆發以來，港元的實質匯率已貶值了約13%。同期，其他貨幣的實質匯率則有所升值，升幅各有不同，反映名義匯率回升及當地物價上漲。

我們也可以以過去幾年香港的實質本地生產總值增長率計的經濟成就來衡量香港的競爭力。1997至2000年間香港的年度實質本地生產總值平均增長率為3%左右，有關數字再次顯示與區內其他經濟體系比較，香港的表現並不遜色。而且，大家要記住，這些經濟體系都把貨幣大幅貶值。今年的經濟增長大幅減慢，是因為區外主要工業經濟體系放緩，並不是因為香港的競爭形勢，更加不是因為港元的強弱問題。區內的所有經濟體系或多或少都受到影響，部分如新加坡、台灣及韓國等更受到嚴重影響，原因是它們極之倚賴電子及電腦部件的出口。儘管香港的經濟正在衰退，但到目前為止，香港的表現不算最差。

另一個意見指由於推行聯匯制度，我們將貨幣政策的控制權拱手讓了給美國聯邦儲備局，因此無法以貨幣政策作為刺激(或約束)經濟的工具。特別是在香港實行聯匯的期間，我們經歷過在緊縮的貨幣政策比較適合香港的宏觀經濟狀況時從美國輸入的低利率，以及較近期在亞洲金融危機後恰好相反的問題。然而，這些不協調的情況正是我們為了保持匯率穩定而需要付出的代價。

目前港美經濟大致同步，我們所輸入的利率相信是過去10年以來最切合我們的需要。不過，這個情況本身並沒有改變有關我們失去了對貨幣政策控制權的事實，只不過在目前的形勢下，這個論點似乎意義不大，說服力也不夠。然而，有關讓本港利率受制於美國利率的論點引出另一個問題：是否我們無須跟隨美國利率調整利率，就可以推行真正獨立的貨幣政策？例如，當匯率貶值引致出現通脹憂慮時，我們是否能夠繼續調低利率？即使沒有聯

匯，我們是否就能避免輸入美國貨幣政策？區內其他經濟體系的經驗並未能令我們感到樂觀。

第三個問題是，聯匯令通縮加劇的程度，以及此舉對經濟造成的損害。內部物價下跌其實是在聯匯制度下，當外部需求減少時經濟進行調整的部分過程，這也是必要的過程。同時，這也是因為香港與中國內地長期進行經濟融合而出現的效果之一。這等同在浮動匯率下的貨幣貶值，不同的只是內部物價調整的過程較少涉及市場(如匯市)超賣，及太過不穩定的情況，並且會帶來比較有持久性好處的結構調整。物價下調會帶來痛楚，人們會見到自己的資產價值大幅收縮，我們也知道香港有許多人很不幸都陷入這種境況。然而，也有許多人發覺由於整體的商品及服務價格逐步下降，其購買力因而有所增加。因此而帶來的影響(與貨幣貶值一樣)是正面的，能增加香港作為地區樞紐及旅遊地點的吸引力。物價下調是聯匯制度下的調整過程的一部分，若物價下調演變為急劇的通縮，妨礙投資及加劇衰退，我們便需要憂慮。但物價經過接近3年的穩步下調後，似乎並未出現以上問題。事實上，去年經濟增長及物價溫和下調的經驗正好反映在聯繫匯率制度下，物價下跌及經濟增長是可以同時存在的。

我嘗試從較廣泛的層面來處理這些意見。我不是要否認這些意見有其真確性，聯匯當然有其不足之處，它的確造成限制。我們應該有勇氣公開談論及接受其限制，同時也不要忽略其好處。聯匯有兩項明確簡單的好處，對香港是至為重要的。香港所消費、使用、加工或轉口的每一樣東西幾乎都是進口的，對於一個這樣的經濟體系，穩定的匯率能締造一個穩定、易於掌握的環境，有利營商。同時，香港也是一個有龐大國際資金流入及流出，卻沒有外匯管制的金融中心，將港元與強勁的國際貨幣掛鈎，有助穩定及維持香港的實力。儘管聯匯並不完美，但卻對香港有利，我們沒有其他更好以及

風險較低的方案。我們無意亦沒有計劃改變或放棄聯匯。

由於近期人們對這個課題再感興趣，同時也有些人仍然對聯匯抱有懷疑，所以讓我藉今次的機會作進一步的討論。若香港放棄聯匯，會有甚麼後果呢？金管局的人員對此作了深入研究。我重申這並不是因為我們預計港元會與美元脫鈎或我們有這個意向，而是因為任何負責任的中央銀行機構都必須了解在其他制度下會出現怎樣的情況——即使只是為了更深入了解現行的制度，以及證明堅守現行制度是正確的。同時，任何機構都要備有應變計劃，以應付突發事件。當然，我們沒有把應變計劃公開，不過正如我較早前指出，我們把金管局內部或金管局轄下的機構就聯匯有關的事宜所作的大部分研究結果都是公開的。

究竟若香港決定脫鈎，會有甚麼事發生？答案當然要視乎我們採納哪種貨幣政策以作代替，以及當時本地及外圍的環境而定。我認為即使在最有利的環境及最客觀的策略下，只消兩句話就能總結所產生的結果，這就是「不明朗」及「不穩定」。不明朗是因為港元可能成為炒家的目標，他們希望測試一下新制度的極限及弱點所在，並由此而帶來不穩定的環境。不明朗也是因為若不穩定的情況或信心普遍下跌令港元大幅貶值，引致進口價格急劇上升，究竟會對商業及市民的日常生活造成怎樣的影響？不明朗及不穩定，是因為若進口通脹位於高水平，而貨幣政策目標則為穩定的本地物價（通常若非推行以穩定匯率為本的制度，就是以物價為本的制度），我們就不可能令利率維持在低位。

假如我們要在當前的環境下脫鈎，那麼除了「不明朗」及「不穩定」外，我還會加上一句「大禍臨頭」。眾所周知，經濟疲弱及前路充滿風險之時，改變根本貨幣制度是不智的。

在座當中稍為年長的嘉賓都會記得導致1983年10月設立聯匯的原因。當時我們正面臨對香港前

途的信心危機、多家銀行不穩的消息，再加上針對港元的投機活動。這場危機是在香港推行浮動匯率制度幾乎達10年後出現的，其間通脹曾升上10%以上，有時候更達到20%，港元匯價則由5港元兌1美元貶值至1983年9月23日的9.6港元兌1美元。危機期間，在不明朗因素影響下，市民湧到超級市場搶購米糧、即食麵、食油、醬油、清潔劑及廁紙等，因為大家都不知道下星期或下個月要多少錢才能買到這些生活必需品。有些店舖甚至不願意收取港元。我相信曾經經歷過這些日子的人都不希望再一次經歷類似的情況。

結論

18年前，聯匯幫助香港在動盪的時勢中回復穩定。時移勢易，歷史未必會重演。然而，面對目前似乎更加不穩定的時局，當我們談論聯匯對香港的利弊時，我們至少應緊記這些年間的經驗。目前全球處於極之不明朗的情況，本地經濟亦陷入困境。面對困難，我們應致力鞏固、保持及利用這金融穩定的優勢，而不是採取一些可能會破壞或影響穩定的行動。在這次演講中，我從香港的銀行體系及金融基礎設施以至港元的層面指出香港實力雄厚。唯有憑藉我們這方面的實力與優勢，而不是一些意想不到及會危害穩定的奇招，才能帶領我們渡過當前的困境，以及讓我們能夠掌握未來的機會。🍀