

細說聯匯20年

本文是金管局總裁任志剛於2003年10月14日假香港公開大學舉行的校友聯網啟用儀式暨傑出校友講座上發表的演詞。

適逢香港聯繫匯率制度誕生20周年，這篇演詞檢視過去1個月港元突然轉強的原因，其中包括市場對香港前景感到樂觀，吸引大量資金流入香港。

大家好，我很高興能夠出席公開大學的活動。今次與各位校友濟濟一堂，慶祝校友聯網面世，實在值得高興。校友聯網將會為公開大學的校友提供資訊、籌辦活動，加強校友之間的聯繫。此外，校友聯網還與一些商戶作出安排，為會員提供折扣及其他優惠，間接有助刺激本港經濟。因此，校友聯網實在是一項很好的設施，並能反映公開大學所持的兩個基本原則：第一，學習是一輩子的事，即使通過了期終考試或獲頒授學位，都不代表可以停止學習；第二，學習的道路並不是孤獨的，而是可以與同伴彼此激勵，並肩前行。校友聯網是一項既有意義，又具創意的資源，我要特別向各位參與設立這項資源的校友道賀。

此外，我亦要趁此機會向校長譚尚渭教授致意，據我所知，譚教授將於下月任滿榮休。譚教授對香港以至其他地區的公開及遙距教育發展貢獻良多。在譚教授領導下，公開大學已發展成熟。然而，公開大學在開辦初期所展現的熱忱到現在仍有增無已，最近更公布擴充服務計劃，而且服務範圍不僅局限於香港，更擴展至中國內地。相信譚教授目睹公開大學的輝煌成就，在國際及本地均享負盛名，會深感安慰。我謹與各位一同祝賀譚教授身體健康，退休生活愉快，同時亦預祝譚教授的繼任人梁智仁教授事事順利。

聯繫匯率制度

我原本打算今晚跟大家概括地討論一下中央銀行工作所遇到的挑戰。當然我稍後還是會談到這個課題的，不過當我預備這篇演詞時，發覺這個星期除了校友聯網啟用外，亦是聯繫匯率制度誕生的20周年紀念，而當時我亦有幸見證它的面世。由於過去幾個星期，聯匯制度再次成為熱門話題，因此我想若今次的演講比較集中討論聯匯制度，大家可能會覺得比較有趣味。

20年前的幾乎同一天，香港政府宣布並實施穩定港元匯價的新政策。當時的形勢是港元急遽貶值，令本港的貨幣與銀行體系陷入危機。相信大家還記得當時超級市場的白米以至廁紙等日用品被搶購一空，市民對港元的跌勢憂心如焚。對我來說，這些情景至今仍然歷歷在目。政府在1983年10月15日星期六公布，並於1983年10月17日星期一正式推出的政策，是在貨幣發行局制度下，按7.80港元兌1美元的固定匯率將港元與美元掛鈎。後來這項政策被稱為聯繫匯率制度。時至今日，聯匯制度已成為香港生活的一部分，大家都習慣了它的存在，實在難以想像如果沒有這個制度，過去20年香港會是怎樣。就我所知，聯匯制度是現存少數貨幣發行局制度中歷史最悠久之一。

從近期事件可見，貨幣環節的事宜，即使如聯匯制度般簡單及具高透明度，亦是無法預測的。過去幾個月，市場一直看淡港元。市場普遍認為在通縮、失業、財赤及整體經濟困難等問題影響下，對於聯匯制度能否長遠地實行下去存有很大疑問。此外，不時有人提出應該讓港元自由浮動或至少重訂掛鈎匯率，這樣便可通過貨幣政策來處理目前的經濟問題。他們認為一旦港元匯率自由浮動，港元勢必貶值，這樣便可結束通縮周期、促進經濟增長、減低失業率，甚至消除財赤。彷彿這是一貼靈丹妙藥，一切問題都可迎刃而解。

假如世事真的這樣簡單就好了，但事實往往並非如此。我曾在不同場合發表演詞及文章，詳細討論若真的放棄聯匯制度或改變掛鈎匯率，本港的金融及社會穩定會面對多大的風險。金融市場往往會反應過度，促使金融危機瞬間爆發，令社會付出沉重代價。從最近的事件可見，這貼所謂匯率貶值的靈丹妙藥所建基的前提實在大有問題。過去兩、三個星期，港元的市場匯率大為轉強，以致金管局要對市場注入港元，以免市場過度波動。市場突然間作出一百八十度的轉變，不理會通縮、失業及財赤等仍然持續的問題，以及這些問題對匯率可能造成的影響。很明顯，市場現時所傳達的信息是，若容許港元自由浮動，港元只會升值而不是貶值。話雖如此，我要強調我們無意讓港元自由浮動，所以大家無需急於打電話入市或通知親友。不過，正如我所說，貨幣方面的事宜是無法預測的，若容許港元自由浮動，港元匯率到底會朝哪個方向走，幅度又會有多大，實在難以猜度，而且不一定能反映基本經濟因素。我們無意找出答案。同時，回應過去幾個星期許多引人注目的言論，我要指出金管局對港元市場匯率略為強於7.80泰然處之，並不表示我們維持聯匯制度的決心有絲毫動搖。只是市場匯率略有波動至強於聯繫匯率，是本港貨幣制度可以容許的，大家無需過於緊張。此外，我們亦有有效機制，以確保

匯率的波幅不會過大，以致影響聯匯制度的公信力及市場對制度的信心。

不過，我們或許應該客觀地研究一下促使港元突然轉強的部分原因，因為它們的影響遠較市場出現短期波動深遠。相信大家都記得，觸發港元轉強的事件是要求人民幣重訂匯價的外來政治壓力。連帶對港元的影響，以及意識到香港的經濟表現其實不算太差，促使市場人士紛紛補倉。當時全球匯市波幅頗大，其中最顯著的是美元兌其他貨幣持續轉弱。相信大家都知道，由於港元與美元掛鈎，美元兌其他貨幣有秩序地貶值當然對香港有利，因為香港會變得更具競爭力。當市場對港元兌美元稍為轉強仍然議論紛紛時，可能會忽略了這更重要的一環。

至於內地貨幣方面，要求人民幣升值的政治壓力主要來自美國對中美雙邊貿易不平衡的情況極表關注。從美國的角度來看，要求人民幣升值的論據，是中國出口商品定價過低，因此造成不公平競爭；從中國的角度來看，大量資金流入中國內地可能會帶來長期風險。撇開有關貿易的論據不談，讓我們更深入地探討資金流入的問題，並研究應如何加以管理。首先，客觀事實是，以國際標準而論，內地經常帳盈餘的數目其實相當小——2003年上半年的盈餘不過相當於國內生產總值的1%左右。這個水平遠低於許多其他經濟體系的相應數字。不過，的確有大量資金流入中國內地，令中國的外匯儲備迅速增加。內地有關當局亦了解這個情況帶來的風險，例如造成資產價格泡沫，一旦爆破會大大動搖金融體系的穩定。事實上，內地有關當局已採取了多項措施，認真處理資金流入的問題。

在內地現行的外匯制度下，外匯儲備增加會由人民幣貨幣基礎的相應增長來配合，但當局需要沖銷由此引起對貨幣市場的影響，以遏止信貸擴張所帶來的不利後果。中國人民銀行一直積極進行沖銷，例

如透過最近推出的中央銀行債券發行計劃，以及減少對政府及金融機構的貸款等。假如能夠將這些貸款證券化，便可造就更多金融工具以進行貨幣市場操作。有關當局可以運用的另一項工具，就是修訂對銀行的儲備規定，而事實上這項規定已於8月份由6%增加至7%。其他選擇包括調整利率以遏止資金繼續流入（不過這個做法會對資產市場有不利影響），以及從資本帳入手紓緩有關情況。

綜觀上述情況所得出的結果是，首先是有很多不同方案可供內地有關當局選用以管理大量資金流入所造成的風險，同時他們亦正積極運用其中部分方法；第二，調節匯率的做法是必要時才用上的最後一着，現在根本無需承受這樣的風險。內地有關當局已清楚表明無意承受有關風險，並強調要採取漸進式方法改革匯率制度。他們指出人民幣保持穩定，有利中國以至亞洲及全球經濟的穩定與發展。我相信這個方向是正確的，特別是人民幣保持穩定亦有利香港的穩定。

經濟復甦的跡象

雖然港元轉強可能是由人民幣所受的政治壓力觸發，但大量資金流入港元亦是原因之一；近期恒生指數上揚正好反映資金流入的情況。顯然，最近幾個星期無論是國際或本地市場對香港的看法都有所改善。最新的指標顯示，本港經濟在經歷非典型肺炎造成的打擊後正逐步復甦。本地消費支出有所改善，訪港遊客人數急升，出口繼續增長，通縮略為放緩，失業率亦似乎已見頂。雖然市場情緒難以量化，但正如我較早前提到，在某程度上從市場活動及消費支出可見一斑。我相信無論是存有多大疑心的人，都會發覺社會各個階層的情緒瞬間出現顯著改變，由幾乎絕望的悲觀情緒，突然轉為審慎樂觀。經過第2季令人灰心失望的情況，這個改變實在令人如釋重負。

《更緊密經貿關係協定》及內地放寬人民以個人身分到港旅遊的限制等重要措施，都有助刺激對香港的信心。儘管目前尚未能斷言全球經濟是否已走出谷底，但普遍跡象顯示全球經濟正有所改善，亦有利本港經濟。此外，近期市場回升及經濟活動逐步增加，很可能是至今已持續了至少一年的長期趨勢的一部分，其間本港經濟出現根本改善。在聯匯制度的運作原則下，通縮令香港變得更具競爭力，無論是營商或渡假都便宜了。過去5年，港元的實質有效匯率，即評估經濟競爭力的真正指標下跌了24%。金管局最近進行的研究亦顯示，工資調整的靈活程度遠較官方數字所顯示的為大。

本港經濟的主要組成項目——商品及服務出口——在過去5季連續錄得強勁增長。2002年香港的國際收支經常帳盈餘約相當於本地生產總值的11%，至2003年香港繼續錄得經常帳盈餘，表示香港每月賺取約15億美元的外匯。換言之，雖然非典型肺炎奪去了不少寶貴的性命，但對本港經濟發展只造成短暫及表面的影響。又或者以經濟學家的講法，非典型肺炎的影響屬於暫時性的需求震盪，而不是永久性的產值損失。

結構性問題

這些證據似乎顯示香港正回到全面經濟復甦的軌道上去，但願這是真實的情況。自從6年前爆發亞洲金融危機以來，實在有太多壞消息，好消息卻寥寥無幾。大家都期望形勢會好轉，我相信同樣重要的是，大家都已作好準備，要盡量把握這個時機。不過，我們不應假設經濟復甦可以解決所有問題。當然許多問題都會因為經濟復甦得到解決或有所減輕，不過我們仍要處理結構性問題，要解決這些問題，需要花上不少工夫，更要有創意及堅定不移的決心。我們所面對的其中一個結構性問題是財政赤字。上一個財政年度的赤字約為620億港元，相當於本地生

產總值的4.9%。根據政府的最新估計，這個財政年度赤字可能更高。經濟復甦應會有助遏止或減低財政赤字，但更重要的結構性問題，例如是如何建立一個更穩定的收入基礎等仍然有待處理，而且會涉及一些艱難的取捨。相信大家知道，財政司司長正在積極研究這個備受廣泛討論的問題。

另一個重大的結構性問題是失業。失業率在非典型肺炎事件期間達到近年的高位，並預計會有一段時間仍然維持在高水平。同樣，經濟復甦會有助改善失業問題，而旅遊業等增長強勁的經濟環節會為多個行業帶來就業機會。不過，本港的失業問題主要是結構性的，是因為本港由工業型經濟過渡至後工業型經濟，以及非技術職位遷移至香港以外地區所致。再加上表現最強勁的經濟環節——出口——是由離岸貿易帶動，但離岸貿易所帶來的本地職位少於傳統的轉口貿易，更比不上本地出口所創造的就業機會。這即是說，無論復甦可以以多快的速度滲透整個社會，以及政府花多少工夫開拓新的經濟領域，仍可能會有大量失業人士無法趕上經濟復甦的快車。社會理應為這些市民提供某種形式的協助，至於如何處理這個問題而不會進一步加重政府的財政負擔，是一項巨大挑戰。許多先進——及發展中——經濟體系多年來一直與這項挑戰糾纏，但對香港來說，這項挑戰相當陌生，是一個全新的經驗。

另一項相關的課題是樓價的問題。不過，這到底是結構性還是周期性問題，到現在還不能確定。本港樓市波動大，箇中成因複雜：到目前為止，究竟各項需求方面及供應方面的因素如何引致過去5年樓市大跌，仍然是不太清楚。至於樓市未來的發展方向就更難說了，不過最近樓價似乎稍為穩定了下來。有一點很清楚的，就是由於樓市大跌，本港為數不少的家庭的物業都成了負資產，截至6月底有超過10萬宗負資產按揭貸款。幸好目前利率低企，稍為減輕了問題的嚴重程度。隨着經濟復甦，我們希望就

業前景會變得比較穩定，有助消除負資產加上失業的恐懼，我相信這個心理威脅對社會帶來的焦慮不安與非典型肺炎差不多，但卻會維持更長的時間。

負資產問題除了對個人及家庭有影響外，對經濟的影響更為廣泛。負資產問題嚴重打擊市民的消費意欲，又令銀行體系所承受的壓力增加。不過，我要指出目前按揭貸款的拖欠還款比率仍然位於低位，我相信這是因為負資產業主都能堅忍地承擔這個問題，以及大部分銀行都願意為面對困難的借款人重組貸款。社會各界及銀行體系面對這個問題，都表現出色。希望樓價轉趨穩定有助遏止及逐步減輕負資產問題。然而，我相信這個問題仍然會存在一段時間。

金管局所擔當的角色

大家會問，在當前的形勢下，中央銀行，或者更具體來說，是金管局這樣的中央銀行機構究竟擔當甚麼角色？我個人認為金管局的角色相當簡單直接，就是維持有利解決經濟及財政問題的貨幣及銀行業環境。我所指的不僅是限於公營部門的問題，亦包括工商界以至家庭層面的問題。維持聯匯制度這樣的規範化貨幣制度的職責有時會令人產生錯覺，以為金管局的角色是被動及一成不變的。事實上，金融財技、監管、溝通及其他方式的運用可以——亦往往需要——多點積極性及想像的空間。香港的金融體系高度開放，規模則相對較小，面對全球化的發展，要維持貨幣與銀行體系穩定特別困難。此外，《基本法》示意政府當局要提供適當的環境，特別是在發展金融基礎設施方面，以保持香港國際金融中心地位，以及具備所需條件繼續向前邁進。同時，金管局尚有其他重要職責，例如在符合外匯基金的其他投資目標的情況下，努力為存入外匯基金的財政儲備爭取理想回報，從而協助政府遏止財政赤字進一步增加。

為履行上述各項職能，金管局全體同事都忙過不了，不過曾有意見指金管局應採取進一步措施，以協助刺激經濟增長。我在開始時已提過有關改變聯匯制度以刺激經濟這個論據不能成立。除此以外，還有其他不同的意見，全部都是希望幫助香港經濟復甦的，例如政府應撥出更多外匯儲備用作刺激經濟增長。其中一個經常被提及，而且在今年夏天又再成為討論焦點的具體建議是，金管局應該放寬有關住宅按揭貸款不得超過物業價值七成的指引，簡稱為「七成按揭風險指引」。這個建議背後的理念是，放寬指引可以讓準業主借到更多貸款，有助刺激物業市道，從而令樓市穩定下來。現時有關這個意見的討論似乎已告一段落，我想這是由於樓市似乎無需再推出特別措施都已能穩定下來，但更重要的是因為公眾似乎都接受金管局及其他各方所提出維持七成按揭風險指引的理由。

撇開放寬指引會否對樓市需求有影響的討論不談，讓我們來談談維持指引的理由。理由其實相當簡單。指引的用意是防範銀行對大幅波動的樓市承受過大的風險。當時由於許多銀行已自行實施七成按揭的限制，因此為了提供一個公平的競爭環境，當局便決定推出這項指引。今時今日，這項指引繼續得到銀行業的廣泛支持。這項指引有助銀行業在面對極大壓力的期間保持穩定，同時亦有效控制負資產問題，不致變得一發不可收拾。指引並沒有阻止借款人透過其他途徑取得融資，其實市場上亦有許多產品供借款人選擇，可以取得達到其物業價值九成的貸款，而且亦有許多業主採用了這些產品。換言之，七成按揭風險指引只是為了限制銀行所承受的風險，而不是要限制借款人可以獲得的貸款額。

因此，指引並非影響短期樓價的工具，而是維持銀行體系長期穩定的措施。大家如果想知道沒有這項按揭風險指引，一旦樓市下跌會出現甚麼情況，大可以留意一下海外的市場。此外，大家亦可回顧香

港在1983年的情況，當時資產泡沫爆破令樓市大幅波動，市民隨即失去信心，銀行直接或間接地承受極大風險；當年當然是沒有七成按揭風險指引。

在貨幣與金融事務方面的職能與責任

大家也許都留意到貨幣政策方面亦有近似的理念。與七成按揭風險指引一樣，聯匯制度是為了香港的長遠經濟利益而推出的措施，即使大家不時會希望能運用貨幣政策以取得短期利益。事實上，雖然大家的焦點往往是放在具新聞價值的課題上，例如是營救銀行、干預股市、外匯基金的最新投資表現、港元突然轉強等，但任何中央銀行的主要工作是要着眼於長遠利益，要推行一致及可靠的長期政策，不能夠只顧眼前的事物。因此，普遍的共識是中央銀行機構要與政府及政治的日常運作分開。金管局是香港的中央銀行機構，在成立至今的10年裏，一直都享有特殊的安排；一方面金管局是政府架構的一部分，但另一方面金管局卻與政府當局保持一段距離。為回應本地一些人士的意見，以及國際貨幣基金組織建議本港清楚定明多位負責貨幣與金融事務的官員的角色，金管局與政府之間的這種關係最近在一系列的文件中加以列明。

就金管局而言，最主要的文件是財政司司長與金融管理專員在2003年6月25日互換的函件。鑑於香港當時的形勢，互換函件的公布並未引起公眾注意是可以理解的，不過多份報章的社論及評論部分都對這個做法有正面評價。整體而言，互換函件沒有改變現有安排，不過加入了很重要的一點，我稍後就會提到。這些函件的內容主要列出根據規管金管局工作的主要法例，財政司司長與金融管理專員之間的職責分配。這些內容並不陌生，不過一次過明確列明分工詳情亦未嘗不是好事。大家如果有興趣清

楚知道金管局的工作以及與政府的關係，只要查看這份正式聲明便可。

函件內有兩方面關乎金管局與政府的關係的內容是值得留意的。第一是明確劃分定立貨幣政策目標與達到這些目標的責任。前者是財政司司長的責任，後者是金融管理專員的責任，引用「互換函件」的字眼，金融管理專員「須自行負責達成貨幣政策目標，包括決定有關的策略、工具及執行方式。」在財政司司長致金融管理專員的隨附函件中，更首次具體列明香港的貨幣政策目標及貨幣體制。事實上，這份隨附函件只是說明現行安排，而過去20年這個安排一直都保持高度透明，對大家來說並不陌生。然而，這樣清晰地表明貨幣政策目標，而且財政司司長正式將責任轉授予作為金融管理專員的我，指定我須自行負責達成這個目標，正好表明金管局在運作上的獨立性及問責性。

不過我認為第二方面更加重要。這是首次詳細披露財政司司長向金融管理專員轉授其若干法定權力，以便金融管理專員能獨立地履行其職能與責任。財政司司長披露有關詳情時，承諾若其選擇凌駕金融管理專員而向他發出指示，或自行行使已轉授予金融管理專員的權力，在不會對市場造成影響的情況下，須於3個月內公開有關原因。同時，函件亦訂明其內容日後如有任何修訂，以及轉授權力有任何修訂，亦須予以公開。這些承諾為金管局在日常運作中所享有的獨立性提供重要保障。

我要特別指出，過去財政司司長從沒有選擇凌駕金融管理專員而向他發出指示，或自行行使已轉授予金融管理專員的權力，因此相信大家不會常見到類似的公布。同樣，函件的內容或轉授權力的形式等相信亦不會經常作出修訂，因為要保持運作獨立，其中一個重要元素就是穩定及容易掌握，而不是隨意作出修改。我相信互換函件提供一個清晰的依據，讓金管局日後履行職責時可繼續享有高度自治。

總結

當然，未來幾年香港還要繼續面對不同的挑戰，這在香港已經習以為常。金管局作為香港的中央銀行機構，自然有責任盡力協助香港應付這些挑戰。同時，金管局本身亦要面對不少的挑戰。

中央銀行工作的主要挑戰，是維持有利經濟穩定及持續發展的貨幣及銀行業環境；面對香港當前形勢，金管局更加要維持良好的環境，以助香港解決目前的問題。在致力達到這個目標的同時，金管局絕不能忽略另外兩項相關的挑戰。其一是無論在解決當前問題或發展基建以應付日後的需要時，都要有長遠的目光；其二是要維持對本港貨幣與金融體系的信心。要成功面對這些挑戰，最重要的是我們有效履行職責，即是說我們必須達到政府為我們定下的目標。同時，我們亦要保持高透明度及積極進行公眾教育。最後，我要對近期的發展提出一些觀察結果。

大家都知道，金管局極之重視透明度，無論是我們的帳目或運作情況，至少在貨幣方面，大部分資料都是公開的。我們亦非常注重公眾教育，藉着網站、刊物及舉辦不同的特別活動向公眾介紹及解釋金管局的工作及政策。金管局將於今年較後時間設立資訊中心，以進一步加強公眾教育方面的工作。我在此專誠邀請大家待資訊中心啟用後前往參觀。過去幾個星期市場的表現似乎說明了，實際的接觸是讓外界了解我們的制度運作方式的最好方法。我們有這種認知，是因為過去幾個星期到金管局網站查閱有關聯匯制度及貨幣發行局制度的資料的人次大幅增加。

我想這一切都表明，公開大學在大家的人生進入面對實際生活的階段時為大家提供正統教育的方針，是多麼富含智慧。我相信校友聯網及類似這次的活動都有助進一步推展這個方針。我在此再次多謝公開大學邀請我發表演詞，我很高興接下來能夠與大家有一段討論時間，可以互相交流及聽取大家的意見。