

香港作為國際金融中心擁有許多優勢，其中包括地理位置優越，是中國的一個主要樞紐，也是通往內地的重要門戶。由於金融市場不斷變化，加上近期貨幣風潮，香港面對來自地區和全球的競爭將可能加劇。維持有效的風險管理、審慎監管、建設世界水平的金融基建，以及保持穩健和高透明度，都是維持香港在21世紀國際金融中心地位競爭力的要素。

我很高興被邀請出席這個研討會，參與討論一個對香港具有這樣重大意義的議題。要預言一千年後將會發生甚麼事情再容易不過了，最困難的反而是預言明天將會發生甚麼事情。正如著名英國科學家JBS Haldane所說：「我預測未來是這樣的一任何未發生的都會發生，而誰都不能從中逃脫」。

在亞洲金融危機過後，我們可以大膽說遲至去年7月也無人能事先預計，更遑論要預言一千年後的事。因此，還是讓我談個較簡單和較小的題目：香港作為國際金融中心是否配備充足條件迎接公元2010年？澳洲中央銀行對金融制度的未來發展極度重視，不但舉辦有關的研討會，更就此題目進行了一項完整的研究²。美國電腦巨人Bill Gates也曾說過：「到了21世紀，銀行業將會是舉足輕重的環節，但是銀行卻並不一定重要。」

在開始探討這個問題前，我們可以先了解澳洲Wallis 研究內關於金融業邁向2010年的四項主要變化³：

- 集中提高效率及競爭優勢 — 消費習慣轉變和科技為主導的革新，將蠶食舊有的專利經營，創造新產品，並改變金融業的架構、成本和經營方法。
- 市場進一步全球化發展 — 放寬管制、市場改革和通訊設施日趨完善，將催生全球化的市場和加劇競爭，有關規例亦更趨複雜。

- 跨行業發展和擴大市場範圍 — 隨着非金融中介機構進侵金融機構服務領域，產品和機構之間的界限已變得模糊。
- 中介機構步向市場的趨勢越來越明顯 — 隨着衍生工具的產生，金融服務市場不斷發展以迎合較多類別顧客的需求。市場因而更能有效率地管理風險。

二十一世紀仍需要國際金融中心嗎？

上述情況顯示科技可以把消費者和生產者直接聯繫起來，中介機構在市場內變得可有可無，國際金融中心在21世紀的作用已受威脅。市場經濟戰勝了中央計劃經濟，原因是前者利用科技使舊事物變得不合時，一方面打破過去的專利，另一方面亦創造新價值。香港今日能做到的，任何人明日只要上網就能以同等速度及較低成本做到。因此，不管香港過去和現在享受怎樣輝煌的成果，都不能保證它作為主要國際金融中心的地位日後不受動搖。換句話說，我們絕對不可自滿。

香港作為國際金融中心的成績是大家有目共睹的(見附件)。香港股市規模在亞洲排行第二大，債券市場亦迅速發展。以市值和總成交量計，香港股市在全世界分別排行第九大和第八大。

外匯市場方面，香港在全球排行第五大，衍生工具市場則排行第七大。從非涉及港元的外匯交

¹ 本文為金融管理局副總裁沈聯濤出席1998年4月15日「邁向千年新禧：香港前景」研討會發表的演辭全文。本文的編寫工作，得到金融管理局職員梁鳳儀和梁金燕協助，作者謹此致謝。本文所載全屬作者意見，並不代表金融管理局的立場。本文亦未經金融管理局查核證明完全正確無誤。

² Edey, Malcolm主編：《The Future of the Financial System》，澳洲儲備銀行，1996。

《Financial System Inquiry Final Report》“The Wallis Report”澳洲聯邦，1997。

³ Wallis報告第四章，頁139-140。

易佔匯市總交投量八成以上，及與海外匯商的交投量亦接近總交投量七成以上看來，香港的外匯市場顯然是屬於外向型的。

香港亦是重要的國際銀行中心，銀行業所持海外資產在全球排行第四大。由於市場條件充足，全球一流的金融服務機構亦集結於香港；現時已有超過500家來自40多個不同國家／地方的銀行機構在港設行，而在全世界100家最大銀行機構榜上，在香港能找到的達80多家。全港認可機構的對外負債和債權平均佔其總負債及總資產分別為56%及57%。

香港作為國際金融中心擁有一些策略價值，其中一項是地理上它是通往中國內地的跳板。饒餘慶教授(1997年)亦曾提及其他優點：

內部因素 — 政治和社會穩定；
經濟自由；
穩健的法律制度和法治傳統；
政府運作有效率和務實
外資享有本地企業同等待遇
(在其他地方鮮見)
優惠的稅制
監管費用低
有效率和先進的基礎設施
資訊自由
勞動人口擁有熟練技術
英語通用

外在因素 — 地理位置和所處時區的便利
中國因素
亞太地區經濟發展蓬勃
銀行和金融業全球化

這些因素誠然不可缺少，但我們從亞洲金融風潮中已明白單靠這些條件並不足以致勝。形勢有利時，要成為國際金融中心不難；到了資金掉頭流走，問題就會暴露出來。我們試在下節探討亞洲危機帶來的教訓，看看如何加強香港步入21世紀後10

年內的競爭力。

亞洲金融風潮

全球正在時興探討亞洲金融危機，有關的研討會此起彼落。追溯這場危機的起因，可以歸咎於任何原因，由亞洲價值觀以至厄爾尼諾現象等都可包括其中。論解釋之精簡，首推美國麻省理工學院Krugman教授和哈佛大學Sachs教授；前者認為問題的癥結是亞洲講求「裙帶關係」的資本主義模式，後者則相信是市場恐慌心理造成。兩種說法可能都有道理。國際貨幣基金組織總裁康德蘇幾乎肯定沒錯地指出，今次是二十一世紀第一場出現的金融危機。我不打算就他們的說法再作補充。根據我自己簡單的解釋，大家雖身處全球資金流向不定的時代，但不論上下層的決策人、投資者、公司、借貸雙方、政策制訂人和國際金融界都未能適當管理風險，正是這場危機的禍因。亞洲經濟增長急速得令人感到飄飄然，新興市場急不及待開放金融業，引致私營機構過度舉債。內部儲蓄水平雖然偏高，資產市場仍出現過度投資現象，對利率、匯率和信貸風險的管理不足，導致不少本地金融體系遠比昔日更容易受到連鎖效應影響。

此外，當局貨幣政策普遍寬鬆，經濟合作及發展組織成員國(尤以歐洲和日本為甚)人口老化形成社會上積存巨額儲蓄，更助長了大量資金四周流竄找尋高回報的趨勢，亞洲便成為這樣的一個熱門選擇。對於亞洲這個全球增長最高速的地區，放貸人如蟻附羶而罔顧箇中風險，求貸人受到追捧亦樂於舉債。不少投資者和放貸機構為求短時間內取得回報，對於亞洲會計制度不完善、辦事程序缺乏透明度、講求裙帶關係等老問題視而不見。難怪東南亞一些朋友抱怨資金來去不定，一下子蜂湧而至，一下子卻已無影無蹤。

雖然這樣，我們能怪責市場嗎？我們對亞洲危機中最感興趣的不是實際所發生的事，而是沒有發生的事。為甚麼整個亞洲區風雨飄搖，港元卻穩

如泰山？要回答這個問題，我們便要探究香港身為國際金融中心的致勝之道。

有效管理風險和分配資源

金融中介機制的重要功能是使交易雙方(借方和貸方；投資者和發行人)更妥善地管理好風險，因此國際金融中心的主要條件是為投資者提供適當設施，使他們能審慎地管理風險和分配有限的資源。現代社會有經驗的投資者不時計算和權衡風險與回報，在理想的市場分配資產和管理負債，務求在風險和回報中作出最理想的取捨(也就是以最低風險或最少波動博取最大回報)。要有效地達到這個目的，投資者需要掌握有用的資訊，亦很重視審慎監管的標準和金融市場的穩健程度與透明度。這些在香港一應俱全的條件正好解釋為何香港能相對平穩地渡過金融風暴的衝擊。有助投資者利用香港這些條件的因素包括以下各項：

- **聯繫匯率制度** — 國際貨幣基金組織總裁康德蘇曾表示聯繫匯率是動盪期的「穩定支柱」。固定匯率制度與貨幣發行局自動機制配合起來，對公營部門和私人機構均同樣達到制約的效果。貨幣發行局制度不容出現財政過鬆，固定匯率制度在豐厚的儲備支持下不但保障投資者，同時確保私人機構必須透過生產力來適應匯率，而不是藉着貶值來提高競爭力。我相信聯繫匯率制度精簡和嚴律的特點，正是造就了香港面對外來衝擊而履險如夷的適應能力。亞洲的經驗已顯示沒有匯率制度是完美的，但毫無疑問我們目前採取的制度卻對香港非常有用。
- **高度審慎標準** — 香港的金融監管制度已媲美國際最先進的金融中心。大致來說，我們既無不必要的規限，方便任何市場人士進出，亦能兼顧監管當局執行職務的需要，隨時應

付制度所受的衝擊。本地註冊銀行平均資本充足比率超過17%，面對亞洲金融風暴帶來的震盪仍能應付裕如。我們剛聘請了顧問公司研究銀行業的未來趨勢，以及如何提高銀行業的競爭力。

- **不干預和競爭政策** — Paul Krugman認為亞洲金融危機是政府擔保過多和監管過少所致。簡單來說，由於政府干預造成道德風險，放貸機構定出的貸款息率並不能完全反映風險。
不論是歷史偶然或當局刻意政策使然，香港一直奉行自由市場的穩健原則，政府干預極少，因而成為先進的國際金融中心。
- **法律制度** — 金融產品基本上是涉及財產權利和義務的法律合同，必須得到完整的法律制度保障，人們才有信心這些合同將會依法公正執行。香港早已樹立普通法制度，雲集在這裏的國際律師數目亦是區內之冠，確保追索行動徹底執行。
- **金融基礎設施** — 銀行、證券及期貨市場之間的國際界限已漸模糊，監管當局必須密切注視系統風險和跨境支付結算的風險。全球金融市場的發展很大程度上倚賴有效率的電訊設施和穩健的技術平台。香港有足夠潛力，成為首個真正實現全球完全銜接金融交易模式的金融中心，使投資者能以最低交易成本、最少交易和交收風險進行金融產品買賣、結算和交收。

香港特別行政區政府計劃在香港建設世界一流水準的基礎設施。去年，我們已成立非正式工作小組，邀請私營機構專家、金融管理局和政府代表參與，共同發展把香港建設成為21世紀「金融技術超級城市」的構思。第一

步已完成的工作，就是在1996年12月推行即時支付結算系統，成為亞洲區最先進的銀行同業支付系統，遙遙領先其他競爭對手。日後亞洲所有即時支付結算系統實行聯網後，不論區內和全球流動的資金便可即時結算，減少支付和結算風險。

- **財政政策** — 香港的成功亦有賴低稅率制度和穩健的財政政策。政府向來沒有舉債。事實上，過去14年內政府平均每年錄得相當於本地生產總值2%的預算盈餘。
- **資料透明度高** — 香港的財務資料披露水平已達到世界級。截至1992年，外匯基金儲備數字仍然保密。但現時有關數字不但定期公布，公布次數亦由每年一次改為每半年一次，以至目前每月一次。同樣地，我們在銀行數字披露要求上亦有了很大進展，但日後將仍努力不斷改進。

亞洲債券市場

國際金融中心的地位不但建基於上述因素，更有賴可予買賣的產品系列和金融服務與產品的素質。亞洲八大類金融產品包括銀行、股票、債券、外匯、衍生工具、商品、資產管理和保險，其中以本國／地貨幣債券因歷史原因而發展最緩慢。亞洲金融危機已彰顯了亞洲有需要透過長期債券市場，把內部龐大的儲蓄更有效和妥善地進行投資。這樣將可消除亞洲不少舉債人面對的期限和貨幣錯配問題。

香港經過謹慎和循序漸進的發展，尤其已形成基準收益率曲線和建設有效率的基礎設施，現時已擁有亞洲區內流動性最高的債券市場。隨着香港推行強制性公積金計劃，儲蓄管理將會制度化，同時香港按揭證券有限公司成立後，亦將會把住宅按揭貸款等銀行資產證券化，這將加速債券市場的發展。

香港股票市場發展歷史悠久，流動性亦較高，已成為中國內地企業進入國際資金市場的理想跳板。香港聯合交易所正在研究成立場外市場和其他新計劃，務使香港能在中國內地企業和銀行業步向現代化發展的路途上發揮其首要金融服務中心的作用。

香港身為國際金融中心應該提供何種產品和服務，並不由公營部門來構思和發展。我們的責任是確保監管和稅務制度公平簡單，金融基建穩健有效率，其餘則留待市場的企業精神和動力來決定。在這方面，香港企業家和工人擁有高度的適應和創造力，以及勤幹拚搏的精神，日後將仍會是推動香港發展的重要力量。

結語

我相信十年後回顧這次亞洲風潮，我們不會再視它為一場慘痛的經歷，而是亞洲成長必經的痛楚。正當亞洲打開面向全球貿易的大門，特別是開放製造產品和商品的出口市場的同時，某些區內的經濟體系卻忽略了服務業亦必須符合全球標準的戒律。它們為此都付上了善後改革的沉重代價。受到金融風潮影響最少的兩個地方是香港和新加坡，兩者同是亞洲區內國際化水平最高的經濟體系，本身沒有很多天然資源，也沒有龐大的內銷市場或廉價勞工。但其勞動人口的適應和生產力極強，當局政策配合得宜，因而對全球化發展的挑戰應付自如。

法國有句諺語，大意是「世事越是多變，它們的根本就越是不變」。只要亞洲能從錯誤中汲取教訓，它就能從其依然存在的有利經濟基礎因素，如高儲蓄率、勞動人口年輕、教育水平優良和出口業務效率高等，繼續創造經濟成就。但亞洲在恢復經濟動力和改革金融業時，將對香港和新加坡這兩個現有的國際金融中心所提供的金融服務造成更大的競爭。換句話說，我們從亞洲經濟增長過程中獲益的同時，將面對區內和全球更嚴苛的競爭。

總括來說，我個人認為香港要在21世紀保持競爭力，不能單靠上述各項因素，香港人本身的靈活性、創意、企業和拚搏精神更是不可缺少的。在這方面，教育界——特別是嶺南學院等大專院校——擔當的角色相當重要。今日我們推行的政策、灌輸的知識將會影響香港下一代的企業家和受薪者。我們一旦失去這方面的競爭優勢，則無論推行多少政策都無法保得住香港的國際金融中心地位，甚至連亞洲區金融中心的地位也保不住。我們相信自由市場適用於香港，因為人人都明白沒有「免費午餐」這回事。🌀

附件

表1
香港的國際金融中心

類別	世界排名
股票市場(市值)	第九 ^[4]
人均本地生產總值(購買力平價估計數字)	第四
外匯儲備	第三 ^[5]
對外貿易	第七
機場(國際乘客人數)	第五
貨櫃碼頭處理量	第一
銀行業(對外銀行交易量)	第四
外匯市場(成交量)	第五
衍生工具市場(成交量)	第七
經濟自由指數	第一 ^[6]

^[4] 在亞洲排名第二。

^[5] 迄1998年2月底，外匯儲備額為967億美元。

^[6] 根據美國傳統基金的經濟自由指數，香港連續第四年排在全球經濟自由榜首。