

香港政府8月在股票和期貨市場採取的行動一直備受爭議。然而，政府相信這次行動理由充分，它有責任制止操控活動，避免市場出現極度混亂的情況，否則香港金融體系的整體穩定便會受到重大損害。香港仍然一如既往，致力奉行自由市場原則。

相信各位也發覺到，香港，特別是香港金融管理局在8月份於股票和期貨市場採取行動，引來了不少爭議。這一點是可以理解的，因為香港長久以來都是盡可能讓市場自行調節。事實上，香港多年來一直享有全球最自由市場之一的美譽。因此，香港政府在股票和期貨市場大手買入股票和期貨合約，除了我們少數幾個要負起這個責任，作出這項艱難決定的人以外，其他所有人感到驚訝，亦不足為怪。

顯然，這是公職人員職責的一部分，無論有多困難，只要是符合社會整體利益的，公職人員就要勇往直前，作出果斷的決定，並且切實執行。同時，公職人員也要盡可能闡明所持理據，保持透明度，讓公眾知道政府採取了甚麼行動，並要對這些行動負責。這些難以作出而又具爭議性的決定往往會令人產生誤解，即使是最有學養的人也一樣。因此，我們要有耐心，清楚交代我們的論據。

不過要解釋清楚並不容易。在香港，雖然市民大力支持政府的行動，但也有不少流言蜚語，包括我自己在內的多位公職人員都成為攻擊對象。不過，儘管這次行動無可避免地引來了政黨基於香港利益而發出的聲音，但其中也有許多建設性的意見。

國際方面，說得婉轉些，它們最初的反應並不友善。外國傳媒採取批判態度，它們幾乎把香港的行動等同馬來西亞實施外匯管制一樣。最可惜的是我一直大力支持香港致力推行的自由市場原則，也是我最敬重的諾貝爾獎得主佛利民也認為我們瘋了。即使是聯儲局主席格林斯潘對眾議院銀行委員

會作證時也論及香港政府的行動，他回答一項問題時謹慎地說：「我想我不可能認為香港政府試圖推高股市的做法是明智之舉。」

不過，我很高興見到最近人們的觀點有所改變。也許是因為俄羅斯，或者是拉丁美洲，或長期資本管理基金，或者是因為我們努力不懈闡釋我們的理據，所以大家的看法改變了。讓我引述摩根士丹利的碧斯的言論，相信大家想不到他會持這樣的意見。他在1998年9月14日這樣寫：「我越是思想這件事，我就越發支持香港金融管理局以及其干預股市的行動。」Zurich Group的黑爾(David Hale)也說：「想到迫使香港政府干預股市的各種困難和令人憂慮的因素後，實在難以不表認同。」上星期索羅斯在華盛頓被問及他對香港在股市採取的行動有甚麼意見時，他也說：「我實在不能夠不表贊同。」

我仍然繼續與格林斯潘保持聯絡：儘管我不斷向他指出我們只是要制止操控市場的活動，而這明顯是違反美國的反壟斷法例的，可是他仍有所懷疑。原因是要辨別他所謂金融市場上「雖然是急進但卻是傳統的套戥活動與投機活動」，以及我所說的操控市場活動十分困難。不過我仍然堅持我的看法。在我看來，雖然要辨別兩者十分困難，但卻並非不可能，尤其當你正在面對這些活動時，兩者的分別便會更為清晰。也許我應該借用格林斯潘主席就聯儲局拯救長期資本所持的理據來支持香港的行動。我可以避免用制止操控市場活動這種表達方法，而借用格林斯潘的說話，我可以說我們是為了「防止市場出現極度混亂的情況，以免危害經濟。」不過無論我們提出甚麼理據，我確信即使我們的行

¹ 本文是香港金融管理局總裁任志剛出席香港貿易發展局於1998年10月14日在新加坡舉行網絡午宴時發表的演詞全文。

動備受爭議，但這次行動理由充分。就此而言，讓我指出幾個事實，然後由大家自行判斷。

第一個事實：香港以貨幣發行局制度的形式來維持固定匯率。根據這個制度，貨幣基礎有任何變動，貨幣發行局持有的外匯儲備數額也要作出相應變動。也就是說，貨幣發行局被動地因應資本流向而運作。香港的金融基礎設施先進完善，實行銀行同業即時支付結算系統，而且香港沒有法定儲備的規定，所以香港的銀行無須在開設於金融管理局的結算戶口維持大額結餘。這即是說，貨幣基礎的重要部分，亦即所有持牌銀行在金融管理局開立的結算戶口的總結餘數額相當小。因此，香港的銀行同業拆息對資金流入和流出貨幣發行局相當敏感。一家銀行若向金融管理局出售一小筆港元，在貨幣發行局的運作原則下，金融管理局便必須買入這筆港元，並按固定匯率向該銀行提供美元，而這個情況已足以令銀行同業拆息大幅上揚。

第二個事實：對沖基金借入和累積了大量港元。由今年初至8月中這段期間，通過在香港發行1年至2年期債券籌得的資金超過300億港元。發行人包括世界銀行、亞洲開發銀行、北歐投資銀行、歐洲投資銀行、歐洲復興開發銀行、歐洲議會等多邊機構。我們歡迎這些多邊機構發行人通過香港的債市集資，此舉有助香港債市發展。然而，這些港元債券背後的真正借款人主要是對沖基金，它們經中間人安排掉期交易，以低於倫敦銀行同業拆息的息率向這些多邊機構提供極具吸引力的美元資金。簡單來說，就是我所指的，這些對沖基金借入和累積了大量港元。它們這樣做當然是有目的。不過既然我是在向大家交代有關的事實，我不打算在此猜度它們的目的。我要指出的只是坐擁300億港元倉盤的成本，以利率溢價升至超過美元利率約5個百分點的水平來計算，每日利息超過400萬港元。我還要指出的一點，就是對沖基金從來不會無緣無故花錢的，但它們又似乎沒有用這些錢買入港股。

第三個事實：證券市場方面的形勢相當嚴峻，市場有可能出現極度混亂的情況。雖然香港股市的交投量隨着區內金融風暴加劇而大幅減少，但股市指數期貨市場則異常活躍，累積的股市指數期貨合約遠遠超過合理水平。現貨市場交投淡靜，期貨市場卻異常活躍，兩者加起來正是製造市場混亂，甚或災難的配方，這是完全不能以基本經濟因素來解釋的。此外，至少在最近修訂拋空股票規則之前，從融資成本的角度來說，在結構上一向對拋空股票有利。借取股票的成本低，而且結算規定相當寬鬆，一方面註明T+2，另一方面又說如果你在結算日沒有股票在手，可以給你幾天寬限，儘管「無貨」沽空是違反法例規定，也仍然獲得寬限。事實上，隨着炒家在期貨市場下的賭注越來越大，現貨市場亦持續出現拋空活動。

第四個事實：市場上出現很多不利的消息、不利的數字以致謠言。不知何故，7月和8月上旬投資行一窩蜂地發表有關港元與美元掛鈎的研究報告，紛紛預測港元即將與美元脫鈎。此外，還有很多文章預測人民幣貶值。謠言滿天飛，周末前拋空港元的活動成了每週大事。8月上旬，香港的第一季本地生產總值增長率調低至-2.8%。華爾街股市指數大幅下滑，日圓兌美元跌至147以上。隨着8月中的長周末假期臨近，有關人民幣貶值和／或港元與美元脫鈎的謠言更是甚囂塵上，可能會引起恐慌，以及令市場對港元的信心崩潰。

第五個事實：8月上旬港元的沽壓相當大。按照貨幣發行局制度的運作原則，金融管理局會被動地出售外匯儲備，買入港元。這種情況會令港元貨幣基礎出現嚴重的資金短缺，使銀行同業拆息大幅飆升，股市暴挫。然而，由於香港政府需要資金支持今年的財政赤字，所以趁機會把政府以外幣持有的部分財政儲備換回港元，貨幣基礎以至銀行同業拆息因而變動不大。以這種方式吸納的港元數額龐大，超過對沖基金所累積的300億港元。

把上述幾個事實拼湊起來看，你便會清楚看到當時的形勢，也可以判斷當時是否真的有操控市場的情況，或存在市場陷入極度混亂情況的危機。你的判斷不會比我差；不過，無論如何，且讓我說出我的分析。當時的情況與去年10月不同。去年10月炒家為了要取得資金來支持他們的港元短倉，他們要支付懲罰性的高息。然而，8月份的一輪貨幣狙擊行動中，對沖基金早已預備好所需港元。它們通過中間人，以美元與發行了港元債券的跨國機構進行港元掉期，它們要為所得到的300億港元支持每日400萬港元的利息。不過，對於它們來說，這個數目算不得甚麼。我們有理由相信它們在股票指數期貨市場持有和累積了大量淡倉。這些對沖基金持有約8萬張淡倉合約，股市指數每下跌1,000點，它們就賺得40億港元。成本與利益計算的關係相當清楚，不會因為經濟或市場基本因素而受到影響。所以，這些對沖基金等候適當時機沽出所借到的港元，以便令貨幣市場出現資金嚴重短缺的情況，使同業拆息大幅飆升，從而令股市暴挫。除了市場形勢相當嚴峻外，當時的氣氛仿如雪上加霜一樣，人民幣貶值和港元脫鈎的謠言傳得言之鑿鑿，再加上那些所謂貨幣策略員和分析員出版的刊物以及常見的「權威人士提供的可靠消息」大肆渲染。

不過，對沖基金的計謀未能得逞。它們忽略了兩個因素。首先，它們沒有考慮到香港特別行政區政府需要動用外匯儲備，以取得資金支持今年的財政赤字，這一點在製訂預算案時是沒有料到的；同時此舉亦避免了觸發貨幣發行局制度中令利率大幅上升的調節機制。第二，它們並不知道香港特別行政區政府並不如它們所想的那麼容易應付。雖然我們奉行自由市場原則，但並不表示自由市場是可以被自由操控的。自由市場亦必須是公平的市場。我們有責任處理操控市場的活動，避免市場出現極度混亂的情況。

因此，經過一輪掙扎後，我們決定在兩個範疇上採取行動。首先，我們在股票和期貨市場進行

干預，使操控行動不能取得成功，以制止市場被操控。然後，我們緊接着推出多項措施，強化貨幣和金融制度。在貨幣制度方面，我們推出技術措施，修訂香港聯繫匯率制度中的貨幣發行局機制，以減低被操控的機會。在證券市場方面，我們正研究推出連串改革措施，以減低市場出現混亂的可能性。

我很高興指出，這些行動已取得成功。自8月底以來，並沒有跡象顯示有進一步的操控市場活動。我們發覺對沖基金大規模平掉手上的港元短倉，因而要承受大額虧損。隨着股市自我們在8月中入市的水平大幅回升，對沖基金也因為它們的股市指數期貨短倉而蒙受更多虧損。港元對美元的大部分利率溢價已消失，這清楚顯示對沖基金的操控市場伎倆無情地令香港市民承受了過度的痛楚。聽過以上分析後，我希望大家都會比較認同我們所採取的具爭議性的行動。假如大家還有懷疑，就讓我特別討論針對我們提出的4項指摘。

第一項指摘是說我們不顧基本經濟因素而試圖推高股市至不合理水平。格林斯潘說過這樣的話。但事實並不是這樣。如果股票價格是經濟調整過程的一部分，我們不介意市場在那個水平。我們並沒有對何謂「適當」的市場水平有任何官方意見，同時亦不會有這個意見。所以，如果有人認為應該有更大幅度的調整，因而在市場沽空，而市場又真的下跌，他因為沽空而獲利，我們甚至會恭喜他，讚賞他眼光獨到。但我們反對市場操控，更具體地說是對我們貨幣市場的操控。由於我們在規範化的貨幣發行局制度下須遵守嚴格的規律，這些操控利用我們這方面的被動性造成極高息率，引發股市暴瀉，從而可在股票期貨沽空合約中圖利。這種操控行為完全不考慮經濟基本因素，構成市場混亂或過度調整的嚴重問題，而每次出現這種跨市操控，資產市場都會節節下挫。這樣對香港整個金融體系的穩定性會造成極大損害，同時嚴重打擊對港元的整體信心。我們的行動目的只是遏止市場操控活動，而不是推高股市。

第二項指摘是說在固定匯率下因經濟的調節造成的痛楚，包括在貨幣發行局制度下資金外流引致利率上升帶來的痛楚，使香港感到恐慌。我們沒有恐慌。炒家操控市場以圖製造市場恐慌和過度調節，而政府只是盡力防止出現這些情況。香港已作好準備和部署承受亞洲金融風暴之下經濟調整無可避免帶來的痛苦。這場風暴源自亞洲，現在正向發展成熟的市場擴散。作為香港金融管理局總裁，我反覆呼籲社會大眾要堅持到底。我們見到資產市場在不足12個月內下調約五成。姑勿論以當時的環境來說這種幅度的調整是否足夠，但我們無須市場操控活動造成利率波幅過大。我們無須這些市場狙擊手盤桓不去，以致出現現在看來顯然是過高的利率溢價。我們也無須像鄰近的經濟體系一樣，忍受市場過度調整的痛苦。我們更無須那些貪得無厭的人，為了圖利，妄顧香港市民的利益，令整體的信心受到打擊。我們有能力處理這種情況，而我們也採取了果斷的行動。

第三項指摘是說我們已背棄貨幣發行局嚴謹的運作原則，改為以酌情方式進行貨幣管理。我們沒有。我不打算贅述太多關於技術細節的事宜，不過我要指出近期推行的措施所收到的效果，是鞏固而非損害香港的貨幣發行局制度。有關這一點的意見眾說紛紜，某程度上是因為學術界對於貨幣發行局是否也應負責對銀行體系注入流動資金，令貨幣基礎有所增加的辯論引起的。純粹主義者自然會說不，但他們實在應該面對現實，承認在現今金融世界中大部分交易均以電子方式進行，並不涉及現金。為使貨幣發行局制度有效運作，負責運作的機構必須同時也是管理電子銀行同業結算系統的機構。為此，銀行必須在貨幣發行局設立結算帳戶，而銀行結算帳戶合共的結餘總額便構成貨幣基礎的重要部分，貨幣基礎本身則須符合貨幣發行局的貨幣規定。在此情況下，向銀行體系提供流動資金的責任便落在貨幣發行局身上。但這項安排無須涉及任何顯著偏離貨幣發行局運作原則的情況。重要的

是以何種方式提供流動資金，以促進銀行同業交易結算的進行。就香港來說，所用的方式是購回由貨幣發行局發出，並以外匯儲備提供十足支持的債券。因此，香港並無偏離貨幣發行局制度的運作原則。

第四項指摘是指金融管理局太遲推行鞏固貨幣發行局制度的技術性措施，並指若我們能早一些推出這些措施，便無須干預股票市場。坦白說，我不認為只憑我們整個行動計劃中的部分措施就能扭轉市場的氣氛。為鞏固貨幣發行局制度而推行的措施確實奏效，但基本上我們這些措施和其他一些措施的目的，就是容許外匯儲備出現一些變化，以減少利率波動的幅度。單憑這些措施大概不能有效制止市場操控活動。當然，有關採取行動的時間是否適合是相當簡單的問題，但事實卻遠較這個問題複雜。大家要知道，在推出這些技術性修訂前，在幾乎15年的期間裏，原有的貨幣發行局制度一直運作良好。此外，世上沒有免費午餐這回事，凡事都要付代價。外匯儲備較大的變化可能會影響信心。雖然外匯儲備比貨幣基礎大好幾倍，這種情況應不足以構成顧慮，但它仍可能被視為弱勢的表現。收緊對銀行體系提供流動資金，規定除了貨幣發行局發行的票據和債券外，不得以其他票據或債券作抵押以便經貼現窗取得流動資金，可能會拖慢債券市場的發展。此外，明言保證可將貨幣基礎兌換成外匯儲備，更可能影響外匯市場的交投。因此，在作出這些重大改變之前，我們必須小心權衡利害得失。

我想我說得夠多了，希望我提出的理據能令大家信服。多謝馮國經博士讓我有這個機會。結束前，讓我再次引述碧斯的說話：「我的看法改變了，我認同金融管理局的做法，他們不可能袖手旁觀，眼巴巴看着那些炒家和對沖基金在股市、貨幣和利率三方面製造惡性循環。……當對沖基金形成一股勢力，以它們狙擊香港的方法來狙擊其他國家，它們是在動搖這些國家，使其出現不穩情況，

事實上它們是在從事一些不道德活動。它們只是為了一己利益，妄顧他人的死活。我們不能容讓這些炒家為所欲為，政府必須在它們進行狙擊時，對它們採取行動。」此外，也讓我來問大家一個問題：如果全球最自由的市場的政府當局也被迫要進行備受爭議的干預市場行動，是否代表着國際金融架構存在一些嚴重問題？克魯明在近期的《財富》雜誌的一篇文章裏對這個問題提出了一些深刻的見解。他說：「針對公司的投機性陰謀均受到有效監管；但針對國家的卻沒有……資本市場是全球性的，但支持和監管這些市場，容許資本市場運作的機構卻僅是全國性的。我們實在難以想像如何產生真正的全球性機構。舉例來說，我們可以怎樣控告那些在倫敦運作，操控某些在中國的市場的美國交易商。不過，在我們找到辦法前，情況將會相當艱難。」

當務之急，是找出解決辦法。無論你本國是否正陷入這種困境中，這都是最迫切要解決的問題。☯