

## 為何入市干預？

為回應《亞洲華爾街日報》批評香港政府在本港股票及期貨市場的行動，金管局總裁任志剛特別撰寫本文向新聞界解釋政府干預市場的背後原因，並指出有關行動旨在表明政府對維持港元及香港貨幣與金融體系的健全及穩定的決心。

### 引言

為遏止炒家積存大量的沽空恒生指數期貨合約並進行貨幣操控(Currency Manipulation)，財政司司長曾蔭權決定干預本港股票和期指市場，引起社會上不同的反應。這項決定獲得不少支持，來自各階層的人士紛紛來電和寫信給我們表示贊同，但與此同時，我們也受到嚴厲的批評。

批評者認為政府已走上危險的干預主義之路，並將入市行動形容為明顯背離香港的自由市場哲學。他們亦視干預行動為軟弱的表現，認為此舉反映我們不願意承受貨幣發行局制度下經濟調整的痛楚。他們更推論干預行動使聯繫匯率制度變得更脆弱。我以下打算對這些批評作出回應。

### 操控活動

毫無疑問，炒家對港元進行操控以製造銀行同業市場上的極端情況和高利率環境，以便能在大量的沽空期指合約上圖利。任何人(包括對沖基金)持有沽空期指合約，我們都不反對。假使他們認為香港股市在資產價格調整下必須回落至某一水平，他們當然有自由持有相應的倉盤。如果市場確實跌至該水平，使他們從持有的沽空合約中獲利，我更會恭賀他們有獨到的投資眼光。

可是事實並非這樣。炒家三番四次進行跨市操控，對香港的經濟基本因素和市場已作出了的調整幅度視而不顧。這樣便造成市場反應過劇(Overshooting)的嚴重後果，每次炒家進行這種操控，資產市場都節節向下，對香港整體金融體系的穩定造成極大損害，同時亦影響公眾對港元的信心。

此外，我認為現時港元較美元高出的息差(Interest Rate Premium)，大部分是炒家的操控行為所致。人們不公平地指稱這項息差存在的理由，可能是政

府已失去堅持的勇氣，不願再接受亞洲金融危機對貨幣發行局制度下的香港帶來的經濟調整。我們過去不知已說了多少遍，就是我們必須堅持忍受無可避免的痛楚，同時維持貨幣發行局制度下的固定匯率，對香港也是個最好的選擇。但要求社會大眾忍受炒家在匯市和期指市場的雙重操控帶來的過度痛苦，卻是不公平的。

我們完全接受在貨幣發行局制度下資金流走將引致貨幣基礎收縮，以致利率上升的情況。部分統計資料顯示，儘管港元匯價顯著高於我們許多貿易夥伴，香港現時的國際收支平衡狀況仍持續改善。但在8月5日至8月7日期間，以及過去一些例子裏，港元被拋售的數量顯然已超出經濟現實的範圍，究其原因，便只能以跨市操控活動（Double Market Play）中的貨幣操控作為解釋。

## 困難的決定

這樣人們自然會問：假如我們繼續讓市場力量自由發揮作用，冒着市場過度調整的危險，並加深經濟調整的痛苦，以及影響對港元的信心，這是否符合香港最大的利益？答案顯然不是，可行的辦法就是進行干預以阻止這種跨市操控活動。我們曾反覆思量這個困難的決定，深知我們的行動可能會被誤解。但經過小心權衡這次干預的利害得失之後，我們仍認為應該干預。雖然不論在股市抑或期指市場來說，這都是香港政府首次作出這種形式的干預，但干預行動沒有背離香港傳統以來行之有效的「積極不干預」政策。

干預的目的不是推高股市和期指市場，而是處理貨幣操控的行為。貨幣操控活動利用我們貨幣發行局制度的自動調節機制（Automatic Adjustment Mechanism），在銀行同業市場上造成極端的情況和推高利率，以便從沽空期指合約中圖利。我們要向試圖操控我們貨幣的炒家發出明確的訊息：他們進行操控活動可能會遭到損失。如果沒有貨幣操控活動，便不會有以上的干預。

## 嚴守貨幣規則

說回貨幣發行局制度，我們有莫大的信心維持此制度，而過去一年多以來許多鄰近經濟體系的經歷已清楚表明一切，香港實在沒有更好的選擇。金融市場開放和全球化，使開放式的小型經濟體系沒有太多採用彈性匯率的空間；形勢非常明顯，不是採用貨幣發行局制度，將本國貨幣與一種主要貨幣建立聯繫，

就是讓貨幣自由浮動。這一點最少在中央銀行界來說已很明確，而我可以更進一步說，浮動匯率其實不是一個長遠可行的選擇。

金管局嚴格遵守貨幣發行局制度的貨幣規則。換言之，貨幣基礎的任何變動，只能透過某一特定貨幣(即美元)的外匯儲備相應的變動來達成，而換算所用的就是固定匯率。任何有關我們違反貨幣規則的指摘，必須提出充分證據，證明我們曾經在外匯儲備沒有相應變動下容許貨幣基礎改變。我們貨幣發行局制度的運作過程完全透明。銀行結算戶口的總結餘(這在從前的貨幣發行局中並不存在)是貨幣基礎的重要組成部分，現在我們已差不多即時便會公布，並且接受各有關方面的監察。

嚴守貨幣規則不表示政府就不能取用存放於外匯基金外幣資產中的財政儲備，以提供財政赤字所需的資源。事實上，遇上炒家操控貨幣的時候採取這種做法，可能使某些人感到不滿和意外。但這些人只好怪自己沒有做足功課，也要怪自己操控我們的貨幣。嚴守貨幣規則亦不表示我們不能為了維護香港最大利益而改變貨幣發行局資產負債表上的投資組合，將其他資產的投資轉投向香港股票上。

我們貨幣發行局制度一如以往的穩健，我們維持此制度的決心亦堅定不移，從無稍懈。我們在股市和期市的行動，不是捍衛聯繫匯率制度的「絕望一擊」。

## 貨幣貶值

最後我再提出一些可能被看成是不恰當的意見。假如市場絕對不會出錯，犯錯的總是政府，為何新興市場已一一崩潰下來？新興市場若是繼續將貨幣貶值(至今仍有人認為這是無可避免的)，將會帶來的後果不是發展中國家出現大規模通貨收縮(Massive Deflation)，便是成熟市場形成泡沫經濟，甚至兩者同時出現。無論大家稱之為經濟蓬勃，抑或經濟泡沫，總之這種建築在新興市場崩潰上的現象絕對不會是根基穩固的。

起初由新興市場承受的失業和衰退壓力，最後都會變成由七大工業國來承受。作為全世界最自由的經濟體系的官員，我認為有需要向七大工業國發出這項訊息：不作出干預來維持全球金融穩定(特別是貨幣穩定)，可能已不是可行的辦法。這些國家最終可能都需要為調整付出代價，其方式可能是為國際金融

組織再度注資，參與類似布雷迪債券形式的調整方案，亦可能是出口需求萎縮，使它們捲入全球通貨收縮的漩渦。

不論我們喜歡與否，各國政府都有責任保障人民收入水平和就業機會。香港經濟的政府干預程度是全球之中最低的，香港擁有最強大的經濟基本因素，並且沒有外債。但操控炒賣行為危害這個經濟典範的正常運作；連香港這樣強大的經濟基本因素亦受到炒賣影響，其他非工業化和新興市場還有甚麼希望？

我們要提醒大家應有持平的看法，明白市場恐慌可能會引致廣泛的連鎖效應。以貨幣貶值(由此引伸出來的市場波動)作為解決全球危機的不切實際看法，我們是不應鼓勵的。競爭性貶值(Competitive Devaluation)正使全球通貨收縮的壓力增加。我們已目睹市場恐慌如何使亞洲一些最強大的經濟體系墮入危機和困境之中。我們有責任道出平衡的實況。