

亞洲風暴緩和 景壞時刻已過

業界料踏入次季持續
港股先跌後升交

恒指周三急升二百多點，加上美股下
跌，昨日早段有大量獲利沽盤，恒指低開
後，港股走勢主要會受
選。

在去金融
年。直至本
國股市自94
年80%，馬
去年高位下
去市在去年7
下跌50%
下

五十二



樓

再論港元危機

陳永豪、關蔭強 合編

解困措施微效

暫時的底點

亞太區壞賬增

昨天的股市，恒指在早上
大幅低開，最低指數為10302點
，大跌291點，其後反彈，下午
升上全日最高位，以10678點收
市，收市升85點。

列的技術訊號：
第一，今天的收市
繼續上升，令大市
打破自4月14日的
下跌以來，市無
收市每股盈利

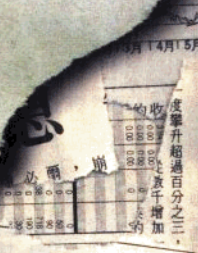
美國第二大銀行萬國寶通說，
之七，主要由於企業銀行服務
可觀增長，抵銷新興市場消費
，國寶通首季純利為十億七千
一萬一千三百美元，去年同期
為一億一千三百萬美元。



滙訊出版有限公司

不要求措施難以振興

人士須自力更生



亞洲風暴緩和 粵壞時刻已過

港股先跌後升交 業界料踏入次季持續

金融本週，馬下位年7
去年至94，去年7
在國市80%去發下
現仍會相當牛皮，公用及基
昨指周三急升二百多點，加上美股下
跌，昨日早段有大量獲利沽盤，恒指低開
後，日興證券副總裁
收一角六仙
日興證券副總裁
收一角六仙



樓

五十七
1113
126
247

再論港元危機

陳永豪、關蔭強 合編

解困措施微效



求打放對以振興經濟

會時的底點

昨天的股市，恒指在早上
大幅低開，最低指數為10302點
，大跌291點，其後反彈，下午
升至全日最高位，以10678點收
市，較前天升了100點。
昨天出現低開高收的單日
的形態，但目前無法確定

列的技術訊號：
第一，今天的
繼續上升，令大市
打破自4月14日的
下跌以來，市無
一轉光天，
第二，本

美國第二大銀行萬國寶通說，其第一季
之七，主要由於企業銀行服務和證券買
可觀增長，抵銷新興市場消費退，服務
4國寶通自季純利為十億七千萬美元，利
，息三美元；去年同期純利
，每股盈利為十點〇

亞太區壞賬增撥備



100.00
90.00
80.00

香港經濟學家論著系列 3 _____
再論港元危機

作者：陳永豪、關蔭強 合編

封面及內頁設計：蔡詠姿

出版：滙訊出版有限公司

地址：香港皇后大道中 287-299 號永傑中心 701 室

網址：<http://www.infowidemulti-media.com>

電址郵箱：infowide @ netvigator.com

電話：(852) 2851 2600

傳真：(852) 2581 3555

發行：利源書報社

地址：九龍旺角洗衣街 245-251 號地下

版次：一九九八年九月初版（一刷）

ISBN: 962-8383-10-8

承印：恒達印刷公司

地址：黃竹坑業勤街 35 號金來工業大廈 17 樓 C-D 室

Printed in Hong Kong

如有損頁或缺頁，請到滙訊出版社更換

© 版權所有 · 翻版必究

編著者簡介

默頓·米勒 (Merton H. Miller)

美國芝加哥大學商學院榮譽功勳教授。一九九零年諾貝爾經濟學獎得主。諾貝爾獎金委員會稱譽其學術研究工作「確立了金融經濟學及企業財務學的基礎，促成了這個學術領域在近年飛躍發展」。財務學中著名的「M & M理論」，就是由他與莫迪里安尼教授 (Franco Modigliani，一九八五年諾貝爾經濟學獎得主) 所合創的。其他學術榮譽包括計量經濟學會院士、美國財務學會會長 (一九七六)。早年曾於美國財政部及聯邦儲備局董事會作研究工作，一九六一年起在芝大任教。近年的研究集中於金融服務業的經濟和監管問題，特別是證券和期權交易方面。歷任芝加哥期權交易所 (Chicago Board of Trade) 及期貨證券交易所 (Chicago Mercantile Exchange) 的公職董事。並曾擔任後者的特別學術委員會主席，對一九八七年十月股災作事後分析。

雷鼎鳴

香港科技大學經濟發展研究中心主任。研究興趣主要包括經濟增長理論、貪污經濟

Ynto3/01

學、宏觀及貨幣經濟學、退休保障及香港經濟問題。除了國際專業期刊的論著外，編著有《中國經濟改革》、《用經濟學做眼睛》、《生活經濟禪》和《風眼中的經濟學》等書。

李浩

香港大學經濟及金融學院講師。於一九八八年畢業於北京大學力學系。八八至八九年就讀於美國福特基金會主辦的經濟學培訓班。九零年獲芝加哥大學獎學金，九五年取得經濟學博士學位。九六年起在香港大學經濟及金融學院任教。

陳乃虎

科技大學財務系教授，也是美國加州大學University of California 校園的財務教授。分別獲得加州大學布克萊分校數學博士學位及加州大學洛杉磯分校的財務學博士學位，曾在芝加哥大學財務系任教多年。研究範圍主要包括套戥定價理論及投資組合管理。

陳永豪

香港大學經濟及金融學院助理教授。九二年在香港大學獲得甲級榮譽學士學位，主修經濟學及統計學。九七年在香港科技大學取得財務學博士學位。於九七至九八年間，任教

於香港科技大學財務學系，研究興趣主要包括金融衍生工具定價及風險管理。

鄭國漢

香港科技大學經濟系教授及系主任。研究範圍包括國際經濟、市場結構理論及科技創新與模仿。有關香港經濟的專著包括《港口設施及貨價處理服務》（與王于漸教授合著），以及《競爭與企管監管》（與武常岐合著）。

關蔭強

香港城市大學經濟及金融系副教授。曾任教美國芝加哥大學商學院、香港科技大學經濟系，兼任科大經濟發展研究中心副主任。研究領域包括計量經濟學、宏觀及貨幣經濟學、香港及中國經濟。

序

港元危機由去年夏季至今，已有一年時間。隨着港元不斷受到衝擊，香港經濟也在這短短一年間，有如斷線風箏，隨風下墜，陷入了前所未有的蕭條境地。究竟甚麼原因令到香港經濟落得如此下場，到底有沒有解決的辦法，這些都是大眾關注的焦點。

早於去年十月風暴開始，我們便組織了一個「捍衛聯匯研究小組」探討有關問題。小組成員包括四位財務學者陳乃虎、陳永豪、陳家強、陳玉樹，和經濟學者雷鼎鳴、鄭國漢、關蔭強。從那時起，各小組成員便不斷在各大報章發表文章，討論港元危機的有關問題和解決方法，更具體地提出了「聯匯保險」方案（由陳乃虎、陳永豪原創，又稱為「美元流動資金調節機制」或簡稱「二陳方案」）和「美元化」建議。截至本年一月發表的文章，已結集成《為港元危機斷症》一書，由滙訊出版社出版。

現在本書收集的文章，包括了「小組」成員在《斷症》出版之後的作品；有些曾在報章上刊登過，亦有部分是第一次發表；另外加上香港大學李浩博士的一篇文章，以及諾貝爾經濟學獎得主默頓·米勒教授於本年一月在香港的演說和解答與會人士提問。米勒教授一直都關注我們的研究，他對我們論點的認同，更使我們感到鼓舞。

有關當局在本年四月發表的「金融市場檢討報告」，洋洋數百頁，高姿態地否定了各界對其處理危機手法的批評，也否決了一切包括「聯匯保險」和「美元化」在內的建議。在記者招待會上，各財金官員更自我推許成績為A+！究竟他們應該得到甚麼分數，社會自有公論；也毋須多說。有關當局的態度其實毫不稀奇，有史為證。翻開佛利民和舒華茲的巨著《美國貨幣史》(M. Fritchman and A. J. Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867-1960*)第七章一讀，便知分曉。三十年代美國大蕭條時聯儲局的態度與現時香港財金當局頗有雷同之處。當蕭條開始的時候，面對外界的批評，聯儲局很努力的說服自己 and 社會，蕭條和自己無關，而是它所不能控制的因素所造成。情況惡化，為自己開脫，又一廂情願地認為困難終會自動消失。後來情況繼續不妙，又說這是市場活動不可避免的產物，總之自己不用負上任何責任。三十年代史無前例的大蕭條，便是由於聯儲局這種倖倖的心態，才會讓恐慌的雪球愈滾愈大，終於一發不可收拾。我們希望香港不會重蹈覆轍，但單就這一年來事態的發展看來，實在不令人樂觀。

一如《斷症》的編輯方針，本書收錄的文章都是作者本人文責自負。編者也沒有刻意要求各作者風格統一；各人都是以各自的風格，向讀者展示精神面貌。本書的編印，得力於滙訊出版社陸錦榮先生的敦促和協助，謹此致謝。

陳永豪、關蔭強識 一九九八年八月

目錄

序

陳永豪 關蔭強

第一部分：金融風暴剖析及聯匯保險建議

- | | | | |
|-----|-------------|---------|----|
| 1.1 | 剖析東亞金融風暴 | 默頓·米勒 | 3 |
| 1.2 | 米勒答客問 | 默頓·米勒 | 17 |
| 1.3 | 米勒旋風後再看港元危機 | 雷鼎鳴 | 29 |
| 1.4 | 港元應否與美元脫鈎？ | 李浩 | 37 |
| 1.5 | 港元聯匯保險 | 陳乃虎 陳永豪 | 43 |

第二部分：剖析聯匯保險建議

- | | | | |
|-----|-----------------|-----|----|
| 2.1 | 回應金管局對「聯匯保險」的誤解 | 陳永豪 | 67 |
|-----|-----------------|-----|----|

- 2.2 反駁有關「聯匯保險」的歪論 鄭國漢
- 2.3 評金管局關於「聯匯保險」的觀點 鄭國漢
- 2.4 也評「金融市場檢討報告」 雷鼎鳴
- 2.5 捍衛聯匯制建議基於認沽期權 陳乃虎
- 2.6 聯匯保險保住聯匯 陳乃虎
- 135 131 125 113 107

第三部分：現行捍衛港元機制

- 3.1 擇惡固執代價不菲 陳乃虎
- 3.2 儲備夾纏害苦經濟 陳乃虎
- 3.3 負增長帶來的經濟損失 關蔭強
- 3.4 高息誰之過？ 關蔭強
- 3.5 信心是解決經濟問題的關鍵 關蔭強
- 3.6 一國兩制：中國VS香港外匯管制 陳乃虎
- 3.7 外匯管制引發不必要的經濟痛苦 陳乃虎
- 165 161 159 153 149 145 141

附錄一：狙擊港元始末

林樂平

171

1 引言

2 外圍風眼

3 會戰香港

4 十月狙擊

5 六月陰雲

6 經濟出血

附錄二：金融風暴期間重要事項紀錄表

編者

221

亞洲風暴緩和 景壞時刻已過

港股先跌後升交投薄弱
業界料踏入次季持續淡靜

五十天綫岌岌可危



恒生指數 每日高
(9746) 日一開平

金融風暴剖析及聯匯保險建議

第一部分

港府救市措施難以振興經濟

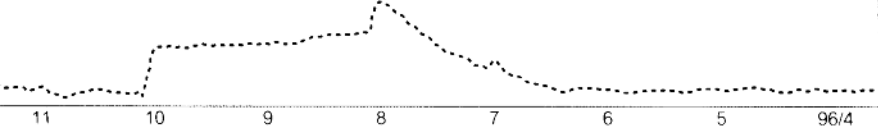
特首出招 加息不加息 解困

找到暫時的底點

亞太區壞賬增撥備



在過去三個月，香港股市經歷了劇烈的波動。恒生指數在經歷了長達五十天的下跌後，終於在近日出現反彈。然而，市場交投依然薄弱，投資者對未來的經濟前景感到憂慮。業界人士普遍認為，香港將進入一個持續淡靜的次季。此外，金融風暴的威脅依然存在，聯匯保險的建議也引起了廣泛關注。亞太區壞賬增撥備的舉措，也反映了國際金融環境的嚴峻挑戰。



1.1 剖析亞洲金融風暴

默頓·米勒 (Merton Miller)

芝加哥大學商學院榮譽教授

90年諾貝爾經濟學獎得主

要在一篇簡短的演說中，將當前東南亞金融危機剖析清楚並不容易。因為太多國家牽涉其中，而且每個國家都有本身獨特之處。尤有甚者，事態每天都有新發展。一言以蔽之，這場危機並未結束。

我們所說的「這場危機」，其實是二種各自獨立卻又密切相關的危機。這三種危機每一種，都與二種經典的金融風險之一相呼應。大家不應將東南亞金融危機與神戶大地震等突如其來的天災等量齊觀。東南亞金融危機是人為的，或者應該說，是社會機構一手造成的災難。個人雖有責，但我們那些以市場導向的機構，應有足夠能力避免危機所造成的破壞惡化。然而，有關機構並沒有這樣做，這一點我稍後將作闡釋。在我們的金融機構作出根本變化之前——我指的不僅是條例改變或制訂更多條例——我們仍將脆弱不堪。在今後

一段悠長歲月裏，我擔心危機還會不斷發生，覆轍重蹈。

一、三種密切相關的危機

第一種是利率危機。原則上，利率危機對貸款人和借款人都會造成影響。然而，在東南亞危機中，受利率危機影響的主要是借款人。當利率在出人意表的情況下上升，借款人勢必備受打擊，特別是借款人所借入的是短期債項，而貸出的卻是長債。這正是東南亞各國許多公司和銀行的做法。

利率上升，令借貨人受到雙重打擊：第一，他們的長期資產價值下降，與此同時，短期借貸的重訂或續期成本上升。

利率上升所造成的壓力，東南亞國家的銀行和企業承受得十分痛苦，然而卻非毫無前例。七十年代末八十年代初，美國儲蓄與借貸危機的源頭，就如出一轍。雖則美國無法擺脫貸款到期日錯配的痛苦，但東南亞更有第二個風險因素，使錯配的痛苦擴大。因為東南亞國家的銀行和企業不僅單純（借短貸長），而且借短的是一種貨幣——最常見的是美元或日圓，但卻以另一種貨幣貸長，藉以支撐本國的貨幣。因此，若然一國與美元掛鈎的貨幣匯率下瀉，則短期貸款重訂或續期的浮動利率，不論相對美元或日圓元，實質利率都十

分高。

借貸人的短期貸款需付高息，當然十分痛苦。很多人奇怪，為何再續貸款竟會惹出如此大禍；對於借款人無法履行債務承擔，國基會四處奔走，所攜的融資挽救組合，當中的貨色，只不過是讓貸款再續或將到期的短期貸款延期。然而除了再磋商一途，債權人還有甚麼其他選擇？他們一是將貸款續期或進行債務重組，否則只能面對借款人清盤，再從當地的清盤法庭中，取回多少得多少（一般都會一無所有）。在國內的金融市場，一些突如其來的震盪過後，自願地重組債務的情況尚算正常進行。雙方自願磋商，當然需要不斷討價還價。但為何他們不能在國際市場上進行重組工作，為甚麼一如以往，要靠國基會挹注？

理由就在於第三種，即今次危機中影響最大的風險。借短期貸款，卻買入——譬如國庫券。當借入短期美元貸款，像泰國那樣，竟將貸款投資到已出現過剩的物業市場；或者像南韓，投放到沒有顧客的鋼鐵廠、船塢身上，試問你有甚麼條件，能夠說服債權人接受你重組債務的要求？事實上，債權人正擔心你朝不保夕！

一如自願債務重組那樣困難，私人談判和制訂合約在理論上進行。然而美元或日圓的短期貸款主要由銀行提供，特別是日本的銀行。重組過程對早已充斥大筆呆壞賬的日本銀行來說，意味引起更大的壞賬呆賬震盪。日本尖銳的壞賬問題，已經令日本銀行的借貸運

作，無論在香港甚至東南亞的國家，都實實在在凍結起來。在日本所觸發的信貸收縮，以及日本政府解決此事有甚麼政策，是整個東亞金融危機的關鍵要害。日本搞不好國內的爛攤子，金融危機實難言獲得徹底解決。

在把話題轉到信貸素質和銀行危機前，且讓我暫時離題，多說一點關於貨幣和外匯危機這些受到傳媒廣泛關注，甚至過分關注的問題。

二、外匯危機

一般認為，東南亞貨幣危機早在九六年秋天最先在泰國發生（事實上，我在稍後會指出，危機其實在其他地方開始）。泰銖並不像港元般與美元牢牢掛鉤（*Reserved to the dollar*），正確地說是與以美元為主的一籃子貨幣相連。在投機者和對沖者的拋售下，泰銖飽受壓力。泰國中央銀行傾力反擊，但最終在九七年七月耗盡外匯儲備，被迫宣布泰銖與美元解除連繫，容許泰銖幣值自由浮動（請注意，浮動只是一種委婉說法。浮動意味一種有上落的運動，但泰銖幣值的跌勢有如石頭從天而墜，跌勢之猛，令泰銖兌美元幣值至今損失五成甚至更大）。由於泰銖幣值跌勢如此凶猛，所以影響迅速擴散至泰國的鄰國及競爭對手，包括馬來西亞、印尼、菲律賓，以至最近的南韓。新加坡和台灣也受到影響，雖然兩