

香港經濟學家系列之 4

香港經濟何時復甦

余剛

滙訊出版有限公司

香港經濟學家論著 4

香港經濟何時復甦

余剛

1113
D25
406

香港經濟學家論著系列 4 _____

香港經濟何時復甦？

作者：余 剛

封面設計：梁羽欣

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.infowide.com.hk>

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：一九九九年二月初版（一刷）

ISBN: 962-8383-13-2

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

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

作者簡介

余剛博士是香港大學經濟金融學院助理教授。一九八六年從中國大陸赴美國留學，先後獲石溪紐約州立大學經濟學碩士和紐約大學商學院 (NYU Stern School of Business) 財務學博士。一九九三年畢業後，進入華爾街投資銀行界。先在摩根銀行 (J. P. Morgan) 擔任利率衍生產品研究部高級經理，負責新產品的開發，投資策略設計和風險管理。爾後在高盛投資銀行 (Goldman Sachs) 任亞太區債務市場投資策劃師。

自從一九九六年起在香港大學任教以來，余剛博士開始對中國大陸和香港經濟體制和金融市場現狀及發展進行了深入研究，並經常在《亞洲華爾街日報》和《信報》等著名財經報刊發表關於中國國有企業改造及香港金融市場的見解和評論。

余剛博士是本港少數既有金融市場實際操作經驗，又有大學教研經驗的青年經濟學家之一。余剛博士經常被邀請在多家報刊、電台和電視台評論中國經濟改革、香港經濟政策和亞洲金融風暴，包括 C N B C、亞洲電視 (A T V) 和香港電台等等。

代序

余剛博士是一位有投資銀行工作經驗、熟悉現代資本市場運作的青年經濟學家。他撰寫有關香港金融政策、證券市場發展及中國宏觀經濟政策和國企改革方針的評論及建議性文章，發表於多份中外財經報刊上，是非常可讀的佳作。他對中國內地與香港金融事務有一定的見地，對中國經濟與國企改革和融資方面問題的剖析和政策建議，也深具獨到的觀點和可操作性。

中港兩地的經濟、金融事務相當複雜，除了純經濟邏輯方面的問題，更有錯綜繁複的政治經濟和制度變遷的互動因素。余剛博士對這些問題及其相關政策含意，透過精簡的文字，將複雜的概念和關係，一一清楚地闡述出來，實在下了不少功夫。而中國官方及機構近來對余博士的一些政策建議的一定程度接納和實施，也說明他對中國宏觀經濟和金融問題的認識程度。本書收集了他過去兩年中在香港大學任教、進行學術研究期間在這些涉及中港兩地實際問題方面探索所發表的文章，相信本書的出版將對有興趣研究這方面問題的中港兩地人士及機構，提供莫大方便，並對涉及中港兩地

經濟發展和金融政策問題的探討，提供一定程度的幫助。我相信這也是余剛博士出版此書的希望。

王于漸

香港大學商學院院長

前言

本書收集了筆者過去兩年在香港大學任教期間於主要財經報刊如《亞洲華爾街日報》和《信報》上，發表的一些有關香港金融政策、證券市場發展及中國宏觀經濟政策和國企改革方針的評論和建議性文章。

幾年前從美國回港，筆者便開始對中港經濟金融政策和資本市場的發展產生了濃厚興趣。在旅居海外求學和在投資銀行工作期間，我對投資理論和國際資本市場發展過程進行了多年的研究，這個過程使我獲得了資本市場運作的理論基礎和實際操作經驗。此外，香港過去幾年經濟及金融市場的高速發展，也給我提供了一個非常好的機會，來認識和研究香港特殊的金融體系和金融市場結構，如聯繫匯率機制下的金融政策。特別是在一九九七年十月港元狙擊戰之後，香港聯繫匯率的現行操作機制的缺陷表露無遺。之後，香港學界和業界的一場加強捍衛聯繫匯率機制的討論，也使我有機會表達自己的一些研究成果。因此，本書收集的幾篇關於香港金融政策的文章，可以說是我學習及研究香港金融體系和資本市場運作的一些心得體會。

另一方面，中國大陸的經濟改革和它對香港經濟發展的影響也引起了筆者的研究興趣。在對中國經濟發展的觀察和對改革方針的多年跟蹤過程中，我開始注意到中國的經濟改革，特別是宏觀經濟政策方面雖然在大方向上比較明確，但在具體操作上卻有很多討論空間。而正是這些實際的問題，為我這樣一個在財務分析和資本市場實際操作方面有些優勢的研究者提供了有所作為的機會。因此，在眾多同事、朋友的支持及導師的鼓勵下，我對中國經濟改革，特別是國企改革的策略以及中港經濟的互動關係方面進行了深入的分析研究，並着重從資本市場的角度，提出了一些建設性的方案。

由於這些建議具有側重解決問題的辦法的特點，其中好幾篇不僅受到多家國際機構如世界銀行的關注，還通過各種渠道（如翻譯轉載）進入中國國內，引起了中國有關人士和經濟政策部門的注意和不同程度的採納。如兩年來中國人民銀行成立人民幣匯率政策委員會和提高人民幣匯率政策透明度的一系列措施（見本書129-134頁關於中國人民幣匯率政策的建議），及最近中國官方公開支持國有企業的管理人員採取管理層收購的方式進行國企民營化（見本書95-100頁關於中信泰富管理層收購案的評述），和幾天前中國建設銀行（及其他三家國有商業銀行）宣布將實行國企債務證券化的計劃（見本書101-107頁關於國企債務證券化的政策建議）。

在本書編排過程中，作者還在忠實原文的基礎上，對一些文章作了少許的文字修飾和補充，並增加了一些背景資料、最新的統計數據及相關圖表，以幫助讀者更全面地了解文章的背景和分析方法。

本書的出版得到多方人士的鼓勵、支持和幫助。除了香港大學張五常教授對本書多篇文章的指點和評論以外，本書的出版也離不開我的美國導師 Yakov Amihud 多年來的鼓勵和支持。同時，本書的出版也是與多位好友，如李山、胡祖六、蕭耿、譚國富等討論交流的結果。而香港大學商學院院長王于漸教授在百忙中特意為本書作序，我深表感謝和敬意。誠然，本書文章只代表作者本人觀點，與上述前輩和好友無關。在讀者厚愛之餘，如果本書中有任何謬誤或不足，歡迎大家不吝指教。

另外，我很感謝《亞洲華爾街日報》編輯 Michael Gonzalez 先生和富宇控股公司的梁雅婷小姐對多篇英文原文的潤飾。同時香港大學梁春燕小姐和蘇若蘭小姐的翻譯技巧，為多篇英文文章的中文譯稿增色不少，非常感謝。此外，承蒙美林集團 (Merrill Lynch) 負責中文研究報告的王令如小姐在文字方面的指點，特此致謝。最後，本書還得力於滙訊出版社陸錦榮先生的敦促和協助，謹此致謝。

余 剛 識

一九九九年一月

獻給

我的母親

目 錄

作者簡介

代序

王于漸

前言

第一章 香港金融政策

香港可以取消聯匯制嗎？

附錄一：金管局一九九八年九月五日公布的鞏固香港的

貨幣發行局制度的七項技術性措施

香港股市波動的原因及對策

附錄二：一九九七至九八香港股市十大跌市

淺析「米勒方案」

再論「米勒方案」

V III I

3

9

13

21

23

31

附錄三：捍衛聯匯方案介紹

附錄四：金融風暴期間大事記

第二章 中港關係

香港經濟何時復甦？

紅籌公司的出路是「藍籌化」

中港金融體系融合的回顧與展望

第三章 中國國企改革

點燃中國經濟增長的引擎

需要一個解決國企問題的好辦法嗎？

——讓我們參考中信泰富的做法

將國企債務證券化

附錄五：其他國企債務重組方案介紹

108 101 95

89

75 69 59

41 36

第四章 中國宏觀經濟政策

中國需要甚麼樣的金融機構？

資本市場與亞洲金融危機

走謹慎而透明之路

——評中國人民幣匯率政策

基建融資的關鍵是項目的可貸款性

第五章 前沿問題探索

互聯網的經濟學

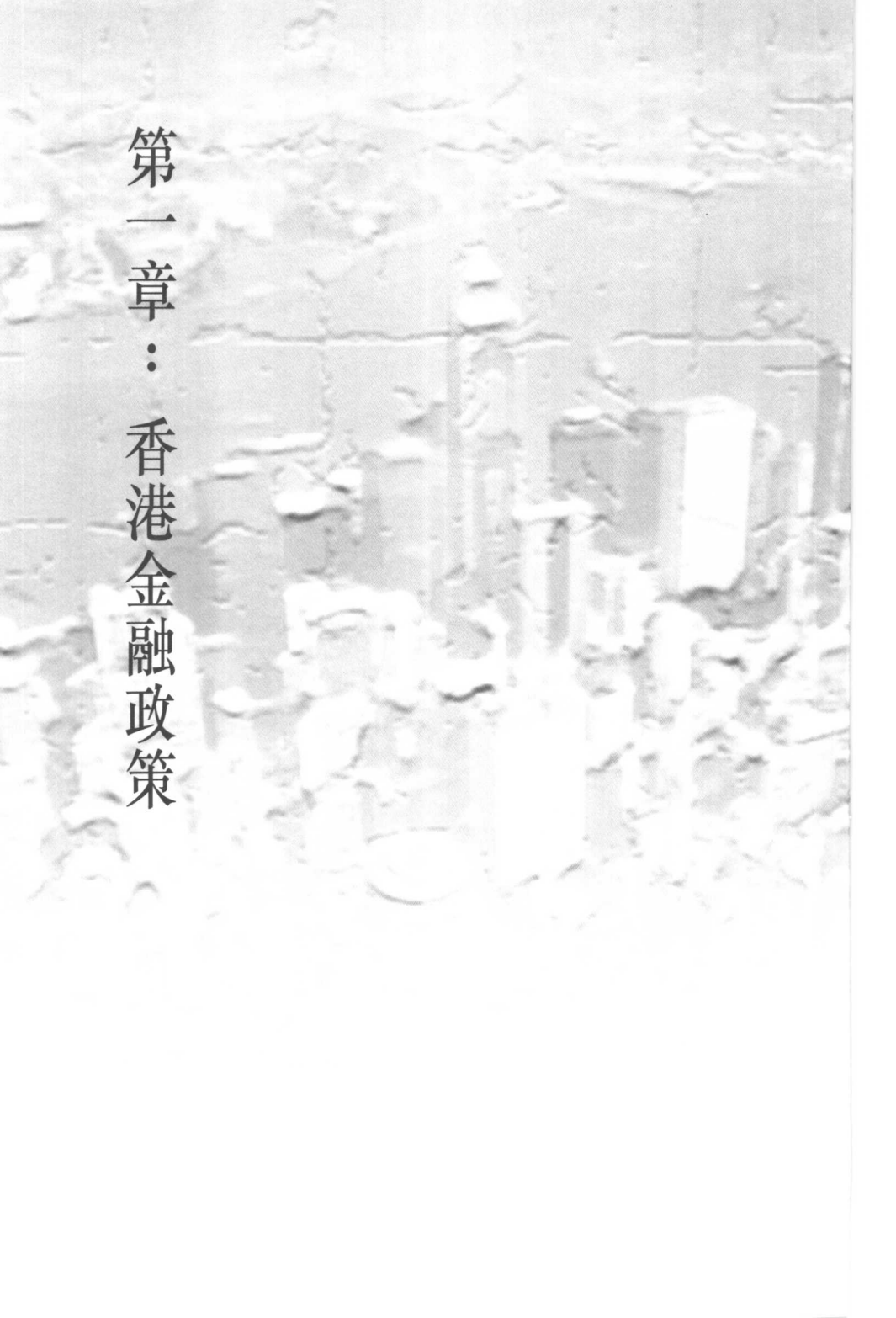
期貨市場：投機者的娛樂場？

為亞洲基建項目融資謀略

161 157 143

133 127

121 115

An aerial, black and white photograph of the Hong Kong skyline, showing numerous skyscrapers and buildings. The image is slightly blurred and has a grainy texture, typical of older film photography. The skyline is dense, with buildings of varying heights and architectural styles. The water of the harbor is visible in the foreground, and the overall scene conveys a sense of a bustling, modern metropolis.

第一章： 香港金融政策

香港可以取消聯匯制嗎？

由於投機者狙擊港元和金管局為捍衛港元而採取的一系列應變措施所引起的金融風暴，從而引發了一系列要求重新檢討香港現行匯率政策的激辯。雖然本港學界大都支持港元繼續與美元聯匯，而且還提出了一些有助於增強金管局捍衛聯繫匯率能力的機制，但一些業者和政界人士，卻不同程度地表達了希望取消聯匯制和實行港元浮動匯率的意向。

誠然，香港過去十幾年的聯匯經驗表明，聯匯制（或稱Currency board，貨幣發行局制度）¹。雖然有穩定匯率的好處，但本身也有其內在的缺陷。首先，在聯匯制下，香港將調節本港經濟貨幣政策的權力，拱手讓給了美國聯儲局。由於香港近年來與美國經濟發展周期相左，香港多年來來的負利息效應，和美國一九九零年以來的低利息政策導致大量外資湧入香港，造成香港多年的高通脹和資產價格的泡沫。不僅如此，由於匯率本身的不可調節性，聯匯制還會大大地降低香港應付外來衝擊的能力。一旦有投機者狙擊港元，還會給香港金融市場造成極大的震撼，對本港經濟造成嚴重的負面影響。

缺乏宏觀調控貨幣政策工具

然而，在目前的情況下，採取浮動利率也絕非上策。一方面，香港目前的經濟情況，或許還有政治上的原因，都使得港元脫鈎還不是一個可以考慮的選擇。另一方面，香港現在的金融體系也並不具備實行浮動匯率的先決條件。

如果香港現在取消聯匯，開始讓港元自由浮動，那麼，香港金管局的金融政策目標，將從目前的維持聯匯制下匯率的穩定性，改變到其他的政策目標，如實行通過控制貨幣供應量，來壓抑通貨膨脹的宏觀經濟政策。要成功實行這樣的貨幣政策，金管局需要真正成為像美國聯儲局一樣的中央銀行，並且具有完整的貨幣政策工具來調節本港的貨幣供應量。這些貨幣政策工具包括：（一）銀行儲備金比例制度；（二）流動資金貼現窗（Discount Window）；和（三）公開市場操作機制（Open Market Operations）。但是，與美國聯儲局不一樣，香港金融管理局不僅不是一個中央銀行，而且金管局目前還沒有掌握上述一套完整的貨幣政策工具，來達到有效地調節本港的貨幣供應量，使香港經濟穩定地成長。

雖然，金管局非常技巧地建立了類似中央銀行流動資金貼現窗的香港式銀行同業資金調節機制——流動資金調節機制（LAF），而且還頻繁地使用它來調節銀行同