



HONG KONG MONETARY AUTHORITY
香港金融管理局



香港的貨幣與銀行體系：

回顧與前瞻

香港的貨幣與銀行體系：

回顧與前瞻

一九九六年 香港金融管理局

ISBN 962-7917-07-9

版權所有 不得翻印

出版：

香港金融管理局

新聞及出版組

香港花園道三號三十樓

電話：(852) 2878 8261

傳真：(852) 2878 1892

電子郵件：gov_hkma@hk.super.net

網址：<http://www.info.gov.hk/hkma>

HK\$120

目錄

序		1
第一部：聯繫匯率		
聯繫匯率對穩定香港金融體系的重要性	沈聯濤	5
聯繫匯率制度的檢討	沈聯濤	12
銀行同業流動資金的管理	金融管理局	24
香港的利率結構	金融管理局	34
第二部：外匯基金		
外匯基金簡史	聶俊安	45
基金管理在太平洋世紀所面對的挑戰及 金融管理局所擔當的角色	任志剛	69
第三部：銀行政策與銀行監管		
香港銀行體系的穩定性	任志剛	75
從香港角度看銀行新產品的監管	任志剛	83
衍生工具風險管理調查報告	金融管理局	92
衍生工具：市場發展與風險管理	任志剛	114
新貸款等級分類制度	金融管理局	124
資本充足比率制度下 的雙邊淨額結算	金融管理局	133
認可機構披露財務資料	金融管理局	139
新的流動資金監管制度	金融管理局	146

第四部：支付系統

香港的支付系統	金融管理局	157
---------	-------	-----

第五部：香港的國際金融中心地位 以及與內地的金融關係

香港邁向金融新紀元	任志剛	169
發展香港金融優勢迎接九七	任志剛	176
香港的國際金融中心地位	任志剛	187
金融中心的發展：政策及監管問題	沈聯濤	211
九七後的香港金融前景	戴相龍	220
中國內地與香港的金融關係	陳 元	224
香港金融前景：誤解與事實	任志剛	231

序

這是金融管理局出版的第一本中文書。我們希望可以透過這本書，擴大讀者群並加深外界了解香港的金融制度和金融管理局的工作。

金融管理局在一九九三年成立後，一直擔當着中央銀行的角色，負責維持金融體系的穩定和發展。聯繫匯率制度是香港金融發展的基石，對穩定香港金融制度尤為重要。金融管理局的首要工作，是致力在聯繫匯率的架構內，確保港元匯價穩定。聯繫匯率的成功，建基於香港奉行審慎的公共財政哲學並擁有龐大的外匯儲備，以及政府對聯繫匯率制度的承擔。第一和第二部分的文章除了詳細敘述金融管理局實際上如何調控港元匯率和管理外匯基金，也為我們貨幣管理的工作提供了理論依據。

金融管理局的工作，除了維持港元匯價穩定外，還要確保香港銀行體系穩健和香港擁有國際水平的市場基礎設施。在第三及第四部分的文章裏，我們詳細解釋金融管理局的銀行監管哲學和個別項目的監管細則，以及減低香港銀行結算風險的安排。

一九九七年七月一日後，香港特別行政區在「一國兩制」下享有高度自治；這引伸到金融事務上，則為「一個國家兩種貨幣、兩種金融制度和兩個相對獨立的金融監管機構」。此外，《基本法》也列明，特區政府須保持香港的國際金融中心地位。金融管理局的工作，便是根據以上兩大原則，致力管理各種與金融事務有關的風險，充分發展香港的金融優勢，保持和提高香港的國際金融中心地位。這也是本書最後部分文章選輯的主題。中國人民銀行行長戴相龍及副行長陳元的講話，從中國人民銀行的角度出發，詳細闡釋了香港與內地的金融關係和合作模式，極具參考價值，因此我們將之一併收錄在本書內，並特此向他們致謝。

金融管理局一直致力提高透明度。今次通過選輯和翻譯過去發表過的文章和演辭、我們嘗試較有系統的、從多個角度去介紹金融管理局的運作和香港的貨幣及銀行政策、相信這會是個好的開始。對於過去各界對金融管理局的支持和鼓勵、我深表謝意。

然而我們絕不會鬆懈下來，並會加緊努力、迎接未來的挑戰。

任志剛

香港金融管理局總裁

一九九六年十一月

第一部：

聯繫匯率

聯繫匯率對穩定香港金融體系的重要性

本港經濟在實施聯繫匯率制度以來，一直穩步成長。其間在多次金融和政治震盪中，港元兌美元匯價相當穩定，證明了聯繫匯率制度的韌力。聯繫匯率制度最大的好處，在於簡單、一致和容易明白。它的成功建基於香港奉行審慎的公共財政哲學並擁有龐大的外匯儲備、香港經濟靈活而富彈性和政府對聯繫匯率制度的承擔。金融管理局會致力在聯繫匯率制度的架構內，維持貨幣的穩定。

我非常榮幸獲邀請前來和各位談談聯繫匯率，不經不覺間聯繫匯率制度實施至今已有十一年零十一天了。以下我將會討論聯繫匯率為甚麼在香港運作得那麼良好，以及為甚麼我相信這制度將來也會繼續維持下去。

過去十年，本港經濟穩步增長，社會日趨繁榮，匯率保持在固定水平。不過，我想我們還記得以往的情況並不是經常如此。回想在實施聯繫匯率制度以前，香港是採用浮動匯率的。在一九八三年，面對一九九七年主權移交所帶來的不明朗因素，資金以高速流出香港。這對匯率造成沉重壓力，引致通脹急升，更導致市民對港元失去信心。結果港元從一九八二年的6港元兌1美元下跌至約9.60港元兌1美元的低位。

從一九七九年至一九八三年，通脹率平均為11%，而實質本地生產總值的增長飄忽不定，從一九七九的11.5%到一九八二年的2.7%。我很詫異，那些支持浮動匯率制度的人士似乎對此已經淡忘。

本文是香港金融管理局副總裁沈聯濤先生於一九九四年十月二十八日在《聯繫匯率的影響》圓桌討論上發表的演辭中譯本。

有目共睹的成績

本港經濟在聯繫匯率制度下邁向繁榮。從一九八四年至一九九三年的十年中，人均本地生產總值每年的平均增長率為5.4%。按照世界銀行的數字¹，這是高收入經濟體系中最快的增長率。全球只有六個經濟體系增長快於香港，而世界各國的平均增長率只略高於3%，現在並非很多國家的人均國民生產總值是高於香港的。

在聯繫匯率制度下的經濟高增長和高收入，也引致本港經濟出現重要的結構性變化。香港已從八十年代的工業經濟，迅速轉向九十年代以服務為主的經濟。世界其他經濟體系無一不是要經過相當的痛苦或衰退才能達致經濟轉型。

舊有的製造業崗位並沒有消失。它們只不過遷入國內，並仍然對香港的國民收入作出貢獻²。我認為聯繫匯率刺激該類資金流入國內，令香港和中國都能得益。由於本港成本上漲而港元匯價強勁和穩定，製造商移向勞動力充裕的鄰近地區是合乎情理的。

現時，服務業佔了香港工作崗位的大約70%。當中，金融和商業服務佔了經濟體系全部工作崗位的大約16%，貿易和飲食業則佔了40%。我們有這樣的成就，而失業率只有不到2%，實在歸功於香港勞動人口的靈活應變和適應能力。

在此，穩定的匯率再次發揮功效。對以美元為本的投資者，在聯繫匯率下投資在香港的金融市場，等於消除了匯率風險。香港的金融市場因此在過去十年得以蓬勃發展：一九九三年股票市場的成交量是1,240億元，而在一九八三年只有370億元。九二年外匯市場的交投量每天約為610億美元，使香港成為世界第六大外匯交易中心。港元債務市場也在急促發展，有三百七十九家認可機構在香港營業，其中包括世界前二十大銀行中的十八家。

1 嚴格來說，世界銀行的數字是指一九八零年至一九九二年這段期間的數字（在這段期間內香港的人均本地生產總值年增長率為5.5%），至於其他國家則是以國民生產總值而不是本地生產總值來量度。不過，這兩種因素都不會影響文章的論證。

2 它們會反映在國民生產總值而不是本地生產總值內，香港計劃在未來兩年內發表國民生產總值的數字。

面對金融和政治震盪，聯繫匯率並未受到任何重大影響，足以證明它的韌力：一九八七年股災、一九八九年「六四」事件、一九九零年海灣戰爭、一九九一年國商事件和一九九二年歐洲匯率機制危機，均沒有使港元匯率大幅偏離1美元兌7.80港元的聯繫匯率。

聯繫匯率因此贏取了公信力。對聯繫匯率的信心和公信力的最佳市場指標，是港元債券的回報率緊貼美國國庫券的回報率。外匯基金最近發行的三年期和五年期債券在一九九七年後到期，而回報率則非常接近美國國庫券，便明確顯示市場已經全面消化了因一九九七年七月一日主權移交而可能出現的任何風險。

聯繫匯率怎樣運作？

目前本港採用貨幣發行局制度 (currency board system)，在這制度下，三家發鈔銀行須持有外匯基金發出的負債證明書來發鈔。自一九八三年十月以來，這些負債證明書都以7.80港元兌1美元的固定匯率發出及贖回。

更重要的是，香港貨幣市場操作旨在維持港元幣值的穩定性。自一九八八年實施會計安排以來，要達到這個目標已變得更為容易，這是因為會計安排允許外匯基金影響銀行同業的流動資金水平。當一九九零年三月開始引進外匯基金票據計劃時，進行公開市場操作的能力便進一步加強。一九九二年六月起實施的流動資金調節機制是香港式的貼現窗，使金融管理局能影響銀行同業的短期利率。加上根據《香港銀行公會條例》第12(1)條制定的利率及存款收費規則所賦予的徵收存款收費的權力，我們已有完備的貨幣政策工具維持匯率穩定。

基本上，當港元匯價高於7.80時，通過貨幣市場操作，港元利率會被壓抑至低於美元利率，這便會遏制資金繼續流入港元，從而穩定港元匯價。反之，當匯率低於7.80時，就會進行相反的操作。

聯繫匯率制度的優點

事實證明這項政策確實有效。港元匯率絕少偏離7.80的水平達1%以上，並且港元多數是處於偏強的位置。聯繫匯率對普通人來說，最大的優點是簡

單、一致和容易明白。無論在甚麼時候任何人都能知道匯率是處於甚麼水平。香港貨幣政策的目的只有一個：就是維持匯率穩定。

如果政策要能同時達致多種目標、如壓抑通脹、減少失業和刺激經濟增長，則會產生不明朗的情況。從理論和實踐的角度來看，聯繫匯率政策的成功機會最大，因為這制度符合諾貝爾獎金得主貝根（Jan Tinbergen）的觀點：他說與同時嘗試達到多個目標相比，一個目標、一種工具更有可能成功。金融管理局有一個主要而明確的目標，其貨幣政策是要維持匯率穩定。

有評論者建議聯繫匯率應與一籃子貨幣而不是與單一貨幣掛鉤，但這樣便會使目標變得模糊，教人難以捉摸；同時也會引起很多不明朗的情況：例如應當如何選擇不同貨幣之間的權數呢？它們應該經多久才修訂呢？

對於做生意來說，用一籃子貨幣也比較不利和不便。例如，一家與德國交易的公司知道港元兌美元的匯價穩定，而我們也有成熟的期貨和期權市場，可對沖美元兌德國馬克匯率波動的風險。但是我們並沒有可為馬克對沖港元的貿易加權指數的市場。穩定的聯繫匯率迫使商人要努力提高競爭力，而不是在貨幣上投機：

選擇美元是因為它是香港一個主要貿易夥伴的貨幣，此外，美元是一種廣泛流通的低通脹貨幣。由於香港主要與中國和亞太區內的國家進行貿易，它們的貨幣也主要以美元為基礎，因此，實際上港元選擇與美元掛鉤的結果，與一籃子貨幣非常接近，而與美元掛鉤更會使近年來香港匯率的貿易加權變化減至最少。對此進行的一項研究表示，這樣的一籃子貨幣，美元會佔90%以上：

聯繫匯率為甚麼在香港運作得那麼好？

為甚麼這樣一種固定匯率制度能在香港運作，而在其他一些經濟體系卻似乎行不通呢？主要的理由如下：

首先，香港奉行審慎的公共財政哲學。過去十年，政府維持財政盈餘平均超過本地生產總值的2%。公眾從不害怕政府需要開動印刷機印鈔才有資金運作。

其次，本港擁有龐大的外匯儲備。在一九九三年底，外匯儲備接近3,350億港元或430億美元。國際結算銀行形容香港的聯繫匯率是「頗為特別的例子」，並且說「用作捍衛港元的龐大外匯基金已賦予對聯繫匯率的承擔幾乎無可比擬的公信力」。

第三，香港的經濟體系非常靈活，成功由製造業轉型為以服務為主導的架構，並能維持增長和保持低失業率，是因為香港儲蓄率高企、具有創業技巧以及能維持高度勞動生產力。

第四，中國繼續蓬勃發展，加上中港兩個經濟體系間在貿易與投資方面的結合，也有助加強支持聯繫匯率公信力的經濟力量。

第五，政府對聯繫匯率的承擔，有助約制政策作出改變。聯繫匯率制度把政策逆轉的風險減至最低，因為儘管政策逆轉可能在短期有吸引力，但長期卻會帶來害處。尤其是這排除了用「軟性選擇」(soft option) 或「快速修理」(quick fix) 方法，以改變匯率來給予經濟暫時性的刺激以加強競爭力。我們的政策主要集中於經濟的供應方面，以確保基礎設施完備，以及土地、勞工和財政政策會以維持香港的長期競爭力和金融穩定為目的。

最後，諾貝爾得主佛利民教授 (Professor Milton Friedman) 去年在香港曾說過，一個開放的小規模經濟體系將自己的貨幣與一個主要國家的貨幣聯繫會產生較佳的效果，特別是後者如為與其有緊密的經濟關係的國家，則更是如此。他也承認「金融制度的關鍵在於它有一個錨 (anchor)，助其定位」。香港的聯繫匯率明顯地與這個模式膺合。聯繫匯率就是香港金融體系的錨了。

聯繫匯率與通脹

當然，並非所有人均喜歡固定匯率。我們不能利用較美國息率為高的利率來達致管理需求的目標。這表示香港必須使其利率緊貼美國的水平。近年來，香港的增長一直都較美國快，但香港的利率水平則較應有的稍低，這樣造成了一些通脹壓力，最明顯的通脹壓力見於房地產價格。

但我們不應誇大這方面的影響。聯繫匯率曾有助減低實物貿易項目價格的通脹。進出口貨品的內含平減物價指數 (implicit price deflator) 年增長率

在1%以下，因此指責匯率政策造成最近的通脹是不公平的。事實上，香港一直都能保持出口競爭力³；同時，進口物價增長緩慢亦紓緩整體通脹壓力。

香港通脹的主因是服務環節項目的價格上升（雖然近月來華南水災造成食物價格暴升也暫時引致通脹上升），中國經濟的急速增長為香港帶來大量商業機會，但同時我較早時說過的經濟結構性變化，正使本港的土地和勞工資源出現緊張。我們希望由製造業過渡至服務業為主導的經濟結構調整過程能順利進行。雖然基本上，這並不是金融管理局的管理範疇，我們能作的貢獻，就是在這期間內維持穩定的貨幣聯繫，將不明朗因素減至最低。

根據目前的情況，有某程度的通脹幾乎是無可避免的，在某種意義上，這是成功和繁榮的代價。然而我們高興看到，經濟體系中一些通脹壓力正開始紓緩。今年美國的利率正在上升，稍後可能還會再高一些。香港的利率也隨之上揚，實質貸款利率現變為正數，此外，政府的措施也有助平抑房地產價格。

在金融管理局方面，我們已鼓勵各銀行將其按揭貸款的增長，維持與本港名義生產總值增長率相若，維持按揭成數於70%的謹慎水平，並將房地產貸款維持於其在香港總貸款組合的40%左右。雖然這些監管政策的主要目標是要保障銀行體系，它們也同時紓解資產價格上升的壓力。此外，政府通過維持財政盈餘，對遏制通脹作出貢獻。在一九九三年財政年度，財政盈餘佔本港生產總值的2.2%。

對聯繫匯率的承擔

我在較早時曾說過，市場期望聯繫匯率將繼續運作至一九九七年以後。他們這種期望是對的，中英雙方也認同這是適合的做法。以香港來說，鑑於主權將在一九九七年移交，貨幣的穩定便尤其重要。為了保證香港的穩定繁榮，必須維持公眾對港元和港元資產的信心。聯繫匯率制度一直是維持貨幣穩定的主要支柱，不僅能承受外來震盪，而且能繼續發揮其作用。香港政府會全力維持聯繫匯率制度。香港金融管理局除了現有的貨幣工具以外，將繼續檢討現有的貨幣管理機制，有必要的話會採取更多的改革措施，以便在一九九七年前後進一步維持貨幣穩定。

³ 在貿易加權的基礎上，港元現時在120.6水平（1983年=100）。

請允許我從較為廣義的層面來作結束。批評聯繫匯率的人士沒有看到，聯繫匯率的理論基礎是經濟能夠就着聯繫匯率作出調整，而非聯繫匯率就着經濟作出調整。香港經濟的靈活性、競爭力、高生產力和政府對聯繫匯率制度堅決承擔，都使聯繫匯率成為持久和令人信服的制度。

也許我可用一個比喻來說明這點。試想像在一個競爭非常激烈的市場中有三家規模細小的公司，他們可以選擇把價格與市場內最大的競爭者掛鈎，或每家可以按照自己的意願調整價格。

其中一家公司由於生產力落後，決定以減價來競爭。但是價格並不能挽救劣質貨品，這家公司很快就倒閉。

第二家公司決定它不能增加生產量，但會提高價格和利潤額，競爭很快便迫使這家公司虧本。

第三家公司決定在競爭非常激烈的市場中唯一生存之道，是以固定價格售賣優質產品。它不斷改善生產力和產品質量，但維持價格不變。於是它的市場佔有率上升，使它既可賺取更高利潤又可支付更高工資給僱員。

香港就好像第三家公司。提高生產力以及在固定世界價格的環境中保持靈活性，是香港成功之道。在關貿總協定等世界性組織中，應該沒有任何關於香港的投訴。我們不單避免使用關稅和其他保護措施，而且也不用調節我們的貨幣以獲得好處¹。

聯繫匯率背後的哲學，其實也是香港的自由市場和自由企業策略的基礎。要保持本港繼續繁榮，我們對提高生產力和靈活性的承擔與對聯繫匯率的承擔同樣重要。

我希望這次研討會可以澄清很多對聯繫匯率的誤解，以及其他制度會較聯繫匯率優勝這種錯誤觀念。事實已證明聯繫匯率確實是行之有效。

1 雖然港元兌美元以外的貨幣可能會貶值，但這是美元波動的後果，也是香港當局完全無法控制的事情。

有部分人士經常批評聯繫匯率制度，他們所持的論點，就是固定匯率使有關當局失去了自主權，不能自由制定貨幣政策，引致資產價格上漲。然而，過去十年，資產價格上漲的問題不單在香港出現，其他實行浮動匯率制度的經濟體系也同樣面對這個問題。香港擁有龐大的外匯儲備、財政盈餘和貿易盈餘、穩健的銀行體系、靈活的經濟系統，以及適當的貨幣政策工具，足以支持其繼續實行聯繫匯率制度。

我感到很榮幸能夠獲邀請出席這次由香港大學經濟學會主辦的研討會，回顧已有十一年歷史的聯繫匯率制度。我在去年十月已談過聯繫匯率制度對香港的重要性，本不應舊調重彈¹；不過我仍希望指出，今年一月，亞洲各國的貨幣均受到墨西哥金融危機衝擊，聯繫匯率制度就在這個時候發揮了應有的作用——也就是確保香港匯率穩定。

墨西哥金融危機之後，愈來愈多人主張實行貨幣發行局制度（currency board system），使那些面對經濟波動的國家能夠有穩定的匯率。常言道，成功是需要有各方面的因素配合——愈成功，便需要愈多因素配合。正如大家都知道，我們不會因為買了某個牌子的網球拍，便會像張德培一樣成為出色的網球員。同樣道理，我不相信單靠實施貨幣發行局制度或聯繫匯率制度，就能再創造出一個香港。所以，我希望藉此機會闡明聯繫匯率制度的運作方式，以及為甚麼聯繫匯率在香港會行之有效。我會特別針對下列幾個主要問題來作出論述：

本文是香港金融管理局副總裁沈聯濤先生於一九九五年一月十七日在香港大學經濟學會主辦的研討會上發表的演辭中譯本。沈先生對賀啟承先生、容渭榮先生及馬寶兒女士在預備演辭的過程中，協助進行研究工作，深表謝意。

1 這篇演辭曾以「聯繫匯率對穩定香港金融體系的重要性」(“The Importance of the Link to Hong Kong's Financial Stability”)為題，刊登在一九九五年二月號的金融管理局季報。