

## 序言

香港的銀行體系充滿自相矛盾之處。其上層建築表現出現代經濟實體的活力，而基本假定則深深地扎根於維多利亞時代的「自由放任主義」準則之中。儘管官方維護「積極的不干預」政策，但當局則日益被迫卷入對市場的管理。當局面臨進退兩難的境地，既要保護老百姓的權益，又要不損害一個成功的自由市場經濟的高效能運行。在銀行體系日趨錯綜繁雜的情況下，使上述兩項目標在銀行領域中臻於微妙的均勢的這一官方任務，越來越變得艱巨繁重。

關於香港銀行體系的全面情況，很少有公布過的現成資料，既包括有概念性問題又有日常銀行實務技能。本書旨在給讀者提供一個這樣的概觀。

本文涉及的大部分內容來源於官方的報告和文件以及當地和國際的一些刊物。然而，可以使用的信息過於分散，對於大多數讀者來說，也往往過於專業化。因此，我試圖提出一篇清晰易懂的綜合概述。在此項努力中我曾得到多方面友人和同事們的鼎力支持。

我特別感激香港銀行學會執行委員會上屆主席萊士（OML Rhys）先生。他不辭勞苦，通讀全書並給予我寶貴的建議。

許多專家給了我幫助，在本書涉及的個別問題上提供建議和信息。他們中包括香港大學經濟系教授饒餘慶（YC Jao）博士、農業信貸銀行企業部經理巴拉克里斯南（SK Balakrishnan）先生、證券監理委員會高級專員里·羅傑士（Terry Rogers）先生、銀行監理專員特別顧問理查·法朗特（Richard Farrant）先生和銀行監理專員辦公室銀行審查員陳德恩先生。

在有關信託服務和設備租賃的章節中，我分別從我的兩個以前的學生，匯豐銀行（信託）有限公司助理葉迎璋女士和日本租賃（香港）有限公司助理經理楊偉雄先生，吸取了有益的意見。

我感謝香港理工學院工商管理系中我的兩位同事，系主任彼得·海（Peter Haigh）和主講師威廉斯（AB Williams），他們校對本書並對許多章節作了評論。該系銀行專業的高世康先生和李維星先生自始至終給予我極大鼓勵和實際幫助。

我的摯友，香港政府運輸署長彼得·里茲（Peter F Leeds）先生於工作百忙中抽暇閱讀了大部分章節並提供建議，我從他的智慧中受益匪淺。

最後，我必須承認，本書如無我妻拉姬·高斯（Raj Ghose）博士的嚴肅評論和無私支持，是不可能出版的。

高東山（TK Ghose）  
一九八六年十一月於香港

## 再版序言

自從此書的第一版出版後，時間就像海港的水流逝而去。因此修訂後的第二版，在耽擱了一段時間後，直到今天才與大家見面。如果不是我的許多朋友和同事們的慷慨幫助，此書的出版是不可能的，在這裡，我只提及了他們其中的一部份。

我必須感謝東亞金融公司的 James Chao 先生，在商人銀行實務這一廣泛的知識領域中給我很多幫助。我也非常感激聯合商業金融公司的 Peter C Morris 先生和匯豐銀行保理業務部的 Philip TD Cheng 先生，他們分別對設備租賃及保理業務的有關章節的初稿進行了仔細的審閱，並提出了寶貴的建議。

波士頓諮詢公司的 Steve Markscheid 先生在不辭辛苦地通讀了第六章中有關衍生業務的章節後，給予的意見及批評，使我受益匪淺。對有關期貨、期權的內容，Wocom 商品公司的 Marcus Hung 先生和香港期貨交易所的 Vincent Wong 先生也給予了我很大的幫助。

我還要對我在香港金融管理局的朋友們表示深深的謝意，尤其是 KF Li 先生和 Priscilla Chiu 女士，他們在關於香港銀行法規及金融管理局的貨幣政策的內容上，分別提供了極為有用的信息和建議。

在此，還要承蒙香港銀行學會的丁黃儀娟（Cecilia Ting）女士以及她的同事們給予了我極大的支持、鼓勵、和實際上的幫助。

我在城市大學的幾位同事也為此書的出版主動投入了大量的精力。他們包括 Edward Tyler、高世康教授、Dora Lee 女士、Stephen Li 先生和 Josephine Chesterton 女士。

最後，同時也是非常重要的一點，我必須承認，如果沒有我妻子，拉姬·高斯（Raj Ghose）博士的批評指正和鼎力支持，此書是不可能出版面世的。

高東山 TK Ghose  
一九九五年六月於香港

易，而且興辦了少量的工業。這個貿易區，成為了涉及英國、印度及中國的三角貿易中的一個重要組成部分。英國從中國購買茶葉和絲綢，而向印度出售製成品，印度亦依次向中國出售鴉片和棉花以換取白銀。

儘管上述的「不平等條約」從未被中國承認為合法，但中國對英國事實上的「暫時」統治香港，採取了默認的態度。然而，根據中國官方人士的看法，「割讓」與「出租」的香港各部分領土之間，在法律上的地位是沒有差別的，因為從一開始全部三個條約就被認為是無效的。這一立場在中英簽署的關於香港未來的協議中得到確認，根據協議，香港整個地區於 1997 年 7 月 1 日起交還中國統治。

建立香港殖民地的目的，在於不惜任何代價，甚至冒武裝衝突的風險，來保衛「自由貿易」。殖民地時代「條約口岸」的傳統，隨著當今官方以「自由及不干預」為信條的經濟哲學，滲透到香港的經濟環境，只是這一哲學被加以修訂，以適應當代的情況。

## 金融機構（1841-1945 年）

隨著殖民地的建立，英國當時的社會經濟模式被引進香港。根據英國殖民模式和忠於自由貿易的精神，早期香港的銀行和金融活動，實際上是不加管理的，而這種情況一直延續到第二次世界大戰。在殖民地建立後，各大代理商行，如怡和洋行、登特商行 (Dent and Co)、吉布·利文斯通商行 (Gibb Livingstone)、以及原已把其主要業務轉移至香港的美國拉塞爾商行 (Russell and Co)，便立即辦理大部分銀行業務，包括外匯交易和相互貼現第一流的匯劃票據。<sup>2</sup> 這對於不得不和競爭對手開戶往來的規模較小的同行們來說，自然是不稱心遂意的，況且競爭對手們不是時常願意資助小本商人。因此，在本地區發展經營全部業務的、獨立的銀行部門的條件趨於成熟。

當以印度及英國為基地的英國股份銀行將其業務迅速擴展到香港時，代理商行所帶來的束縛就被衝破了。

這些股份銀行的主要目的，是捕捉有利可圖的中國轉口貿易，該貿易具有賺取利息和兌換收益的潛能，可作為印度業務的附屬經營。不久，一些其它的歐洲銀行亦隨之而來。他們長期被統稱為「東方匯兌銀行」。他們有較廣泛的分行和代理行網絡、較雄厚的資源和較豐富的專業技能和知識。結果，憑著提供優惠的匯率、縮小買賣差價和普遍加強服務，該等銀行亦能夠主宰銀行業務和外匯業務。

從殖民地的建立到 1866 年間，至少有 11 家銀行在香港開設了辦事處，一個有著顯著地方特色的銀行部門亦逐步發展起來。然而，這些銀行主要是從事於資助轉口貿易的商人銀行類型，而不是向一般公眾提供服務的零售銀行。雖然這些機構提供令人滿意的銀行服務，但香港商人對他們所持有的明顯的外來偏見，以及他們對中國沿海一帶的內部貿易及對本地公共事業、港口建設等項目提供資金缺乏興趣，仍感到不滿。

東方銀行是第一家在香港開設的英國銀行。它作為一家負無限責任而未按公司法註冊的機構於 1845 年開業。儘管受到東印度公司的反對，但它最終在 1851 年獲得了特許證，並保持其皇室殖民地首要銀行的地位達二十年以上。該行在錫蘭（斯里蘭卡）大量貸款給咖啡作物，由於咖啡歉收，終於在 1884 年停業。

印度、倫敦和中國渣打有利銀行（有利銀行）建於 1853 年，並在三年後獲得了皇家特許證。它是另一家對香港銀行體系發展起重要作用的英國銀行。於 1892 年，它在一次公司改組時放棄了特許證，同時改名為印度有利銀行。從 1959 年 12 月 31 日起，其名稱中「印度」一詞亦被刪去。長久以來，它是殖民地「三大」銀行之一，直到 1959 年方被匯豐銀行所接管。隨後，該行的控制權益於 1984 年被賣給了紐約萬國寶通銀行集團，萬國寶通銀行又於 1987 年將其賣給了日本三井銀行（三井銀行本身於 1991 年併入〔譯者註：與太陽神戶銀行〕合併後的櫻花銀行）。

香港首要銀行之一的渣打銀行（當時稱為印度、澳大利亞和中國渣打銀行）亦是建於 1853 年，總行設在倫敦。其業務於 1859 年擴展到香港。因此，說它是香港仍存在的歷史最悠久的銀行是無可非議的。該行從 1985 年 1 月 1 日起與標準銀行合併，正式改名為標準渣打銀行。

第一家以香港為基地的銀行，是由一些來自孟買（現稱孟買）的創始人於 1864 年建立，他們註冊了一所以中國銀行為名稱的新銀行，其總部設於香港，並計劃在中國開設分行。然而，該銀行三萬股每股 200 盧比的股本中，只有六分之一分配給香港和中國沿海地區。<sup>3</sup> 這激怒了香港商人，而要求建立真正的「當地」銀行的呼聲亦趨於強烈，最終導致以孟買為基地的企業垮台和香港上海銀行有限公司的建立。儘管該行臨時委員會（董事會）第一次記錄在案的會議於 1864 年 8 月 6 日舉行，而該行並於 1865 年 3 月 3 日起開始公開營業，然而，該行的有效公司組成條例，直到 1866 年方獲通過。該條例於 1867 年獲倫敦帝國財政部的批准，該行亦同時改名為匯豐銀行公司。於 1870 年代初期，該行已超越東方銀行，成為香港最大的銀行。而直至 1880 年為止，約百分之五十的香港總銀行業務，皆由該行負責處理。

於 1911 年，印度有利銀行的發行額被限於其實收資本額之內，並要以白銀和被認可的證券作十足保證。

流通中的鈔票總額，從 1867 年的 140 萬元增加到 1881 年的 370 萬元和 1895 年的 700 萬元。在 1934 年貨幣改革前夕，這個數字已達 15,400 萬元。<sup>11</sup>

前已述及，十九世紀最後 25 年間銀價下跌，擾亂了貨幣市場的平衡狀態。當時四家鈔票發行銀行中，只有匯豐銀行以港幣作資本，而其他三家都以英鎊作資本（其中東方銀行於 1884 年倒閉）。在這種情況下，三家（後來是兩家）以英鎊作資本的銀行無意增加鈔票發行，理由是在於用英鎊折算的白銀儲備不斷貶值而造成的潛在的損失。印刷成本和印花稅使得「超額」發鈔即使是對匯豐銀行也很少有吸引力了。

銀行不願意按市場需求進口更多的白銀以增加鈔票發行，引致有點人為的短缺，令市場持續不穩定幾乎達半個世紀之久。因此，在 1890 年代，鈔票開始對銀幣升水，且穩步上升，直到 1930 年為止。於 1908 年升水約為 3%，到 1925 年增長至約 7-10%，而到 1930 年末，已經達到約 15-20% 之間。

市場上鈔票升水的漲落，並不取決於當時金銀的比價，雖然如上面所闡明，也可以說銀價下跌對之有間接影響。鈔票升水的影響，使英鎊與港元匯率有所扭曲。銀行對從中國收集到白銀是否運回香港遲疑不決，也促使香港與中國之間的貨幣兌換率出現漲落。很明顯，一種極度不良的狀況已在香港貨幣市場中發展起來。雖然政府承諾實行自由放任主義政策，亦因深恐財政虧損而不願進行干預，但事情很清楚，政府遲早會不得不採取行動，別無選擇。

於 1930 年，香港任命了一個委員會，對可能採取的貨幣改革提出報告。在次年 5 月，一個類似的委員會經國務殖民地大臣批准在倫敦組成。這兩個機構均反對實行金本位制，儘管金本位有著穩定貨幣的優點。論據指出，香港必須與白銀，即中國的貨幣，保持聯繫，因為香港在極大程度上依賴轉口貿易，其中包括與中國內陸的貿易和匯款業務。倫敦的委員會指出，香港的外來投資較大部分來自中國，而不是來自實行金本位制的國家。<sup>12</sup>

本地任命的委員會建議鈔票發行銀行應持有銀條（即銀錠而不是銀幣）作為鈔票的保證。他們亦建議用銀條進行銀行同業間的結算。因銀幣不再作為發行鈔票的保證，將銀幣放出後，預期可緩和市場中的短缺局面。倫敦委員會提出使鈔票成為無限責任的償付手段的意見，以及白銀和鈔票可以在銀行收取小額手續費後自由兌換的意見。簡言之，一套關於銀本位制的方案在構思中。

香港政府把事情耽誤，在一段時間內並未根據兩個報告中的任何一個採取行動，直到中國的事態發展所迫，才不得不採取行動。

前文已提及，中國鑄幣系統的獨特之處，是貨幣由以重量定價值的銀錠組成，而不是由官方鑄造的有特定面值的硬幣組成。自 1889 年以來歷屆中國政府偶有鑄造硬幣，但公眾擔心交換價值會降低而不願接受。硬幣基本上是一種商品貨幣，它有可能經不起因白銀供需不平衡而導致的銀價波動。幸而中國無須面對這一個問題，因為金銀比價在 1870 年代以前的幾百年中一直保持穩定水平，從而銀價也頗為穩健。

如上文所述，由於供應過剩，銀價從 1873 年開始下跌。在 1865 年，每盎司白銀售價為 5 先令，而到 1915 年，其售價僅為 1 先令 10 便士。之後，隨著美國禁止白銀出口，銀價開始再次回升。於 1920 年初，每盎司白銀售價為 7 先令 5.5 便士。隨後，其售價持續下跌，到 1933 年初，每盎司售價僅為 1 先令 5 便士。

約於同一時間，美國試行金銀聯合復本位制，因而需大量進口白銀。這引起了全面貨幣危機，方興未艾。到 1933 年末，每盎司銀價已上漲了 2 便士，到次年 11 月，達到每盎司 2 先令 1 便士。直至 1935 年 4 月，倫敦白銀已賣到每盎司 3 先令。銀價的直線上漲，導致了白銀由中國大量外流。當南京的中國政府對出口白銀加諸以重稅時，廣泛的走私活動便隨之而來。據估計，單於 1935 年從中國走私出境的白銀，就達 11,200 萬盎司的驚人數量。不久，中國的銀行因白銀儲備迅速涸竭而無力兌現鈔票。

南京政府無法制止事態的發展，遂於 1935 年決定不再維持鈔票的可兌換性，並脫離銀本位制。白銀不再當作貨幣使用，公眾亦被要求交出其持有的銀元和銀錠，以換取政府發行的、作為唯一法定貨幣的鈔票（現代的代用貨幣）。據估計，僅於上海一地，公眾交予政府的白銀已值 4,000 萬元。

基於皇家殖民地與中國的密切聯繫，香港政府也步其後塵，透過 1935 年 12 月 6 日的貨幣條例正式廢除銀本位制。現有三家私人銀行，即匯豐銀行、印度、澳大利亞和中國渣打銀行以及印度有利銀行所發行的鈔票，自然而然地首次正式成為法定貨幣。這些銀行須將其全部白銀上交予財政司，以換取政府的債務證明書。

政府把收集回來的白銀船運至倫敦出售，所得的 12,313,938 英鎊作為已發出的債務證明書的保證。政府也命令公眾通過銀行交出所持有的白銀，以換取鈔票。

為使在香港流通的本幣有充足的英鎊為後盾，並保持一個較穩定的港元與英鎊匯率，根據同一個貨幣條例也建立了外匯基金。政府把出售發鈔銀行交存的全部白銀所得的，用以保證已發出的債務證明書的金錢，存入了外匯

表 2.1 流通紙幣及鑄幣 (於 1993 年)

(百萬港元)

商業銀行 發行的紙幣	信用發行	96	68,896
	以負債證明書為後備的發行	68,800	
政府的發行	1,000 元鑄幣 (金)	372	2,978
	10 元鑄幣	1	
	5 元鑄幣	873	
	2 元鑄幣	718	
	1 元鑄幣	538	
	輔幣	475	
	1 分紙幣	1	
總計			71,874

資料來源：《香港年報》(1994 年)

本地貨幣與美元掛鈎，無疑使人回想到以往英國皇家貨幣管理局系統的英鎊兌換制。這相對於目前國際間趨向浮動匯率體制的形勢來說，看似屬於過去所遺下的落伍過時的殘餘。然而，正如本章稍後將討論到，政府是經過為期約十年的對浮動匯率體制的實驗後，在特殊情況下被迫恢復固定聯繫匯率制。

了解香港幣制明顯矛盾的關鍵，在於這一地區獨特的歷史，以及在於它的十分特殊的地理政治環境。因而，要明瞭香港的經濟發展，就必定要從歷史和政治的觀點來分析各種事件。

二次世界大戰之後，香港幣制的發展，按時間順序可分為三個迥然不同的階段。本章將探討何種主要經濟和政治因素，刺激及形成香港目前貨幣和發鈔制度中相關聯的機構的發展。

## 英鎊兌換制 (1945-1972 年)

### 背景

正如前章所述，在 1935 年之前，私人銀行獲授權發行、在香港流通的鈔票，均以白銀或為隨時可兌換成白銀的英鎊債券作為後備。鈔票持有人可要求以銀幣支付。技術上來說，一定重量和成色的銀鑄幣，乃唯一的法定貨幣。因此，香港貨幣可說是銀本位制的。

經 1935 年的貨幣改革，政府接收了市場上全部白銀，以換發新的法定貨幣，包括銀行鈔票和政府的一元鈔票。於 1937 年，政府按照同年的《貨幣修改條例》，取消了按面值回收銀元的義務，從而斷絕了與白銀的最後聯繫。

根據 1935 年引用的體制，由三家在當時獲授權私人銀行發行的鈔票，被分為兩類，即「授權發行」和「超額發行」。前者得到屬於各個銀行的、存放於皇室代理人處的英鎊資產的十足支持。皇室代理人為英政府指定的託管人，以管理各殖民地交付其託管的公有基金。由於這些資產並非指明用作抵押品，而只是由國務大臣持有並酌情處理，有關的發行也就被稱為「信任發行」。銀行作為資產所有人，有權得到從資產中自然增長的收益，但必須承擔鈔票印刷費，這與「超額發行」的情況迥然不同。

與此有關而不可忽視的是，最初，鈔票發行銀行中，有兩家獲授權發行一部分無任何後備的鈔票，這種發行確實是「信任發行」，即是說並無任何後備。在 1956 年，這一特權被取消了。新式的「信任發行」，在事實上有十足的後備，儘管在法律上鈔票發行背後的資產的所有權屬於發鈔銀行自身。目前鈔票發行銀行「獲授權 / 信用發行」總額，被限制於 9,600 萬元。

另一方面，代表了流通的大部分「超額發行」，以面值為港元的無息債務證明書作保證。而這些債務證明書又由等量的英鎊和以英鎊為面值的投資作十足的後備。當時由政府發行的一元鈔票，也由英鎊投資作為部分後備。雖然其餘部分由存放在匯豐銀行的當地存款作保證，它在整個結構中並非處於重要地位。

換言之，香港貨幣實際上是英鎊兌換本位制，該體制按殖民地貨幣管理局制度的正統，並加以修改，以適應當地情況。與中國在 1935 年引用的管理貨幣政策相對照，香港殖民地當局拒絕放棄紙幣須由某些有形資產作後備的概念。因此，一個匯率穩定的英鎊後備，被認為是維持公眾對貨幣信任所必不可少的。

發行」一直是由存儲於皇室代理人的資產作強迫性擔保，儘管資產在法律上並未有抵押給政府。

## 外匯管制

為保持全帝國內政策的一致，於 1941 年 8 月 1 日，香港被列入「英鎊區」，從而使其全部外匯儲備處於倫敦中央控制之下。這是一項對資金自由流動的當地傳統的重大偏離。儘管各「英鎊區」之間的調撥雖未受到約束，在理論上而言，「對外」地區的交易乃受到限制。然而，由於第二次世界大戰即時介入太平洋地區，這一步棋帶來的影響，直到戰爭結束才變為顯著。

第二次世界大戰後，曾有人試圖防止商品通過香港轉道外運。這樣，如不以「硬通貨」收回銷售所得款項，則從其他英鎊區國家自由進口的貨品也不能運離英鎊區。然而，暢通無阻的商品和資金流動，對香港倖存為國際貿易商埠是極為重要的，因而人們認識到，在這裡施行管制就不能像在其他「表列地區」（即英鎊區）中那樣嚴格。

作為一種折衷方法，除「官方外匯市場」外，一個「非官方外匯市場」亦被允許經營，進行資本轉移和向「外區」的轉口貿易融資。為此，依照 1940 年國防（財政）法規（此項法規由於太平洋戰爭的爆發而未能更早執行），各家銀行被分成兩類，即「獲授權銀行」和「未獲授權銀行」。前者主要由外國銀行包括發鈔銀行組成，而後者全部由本地銀行，特別是「土銀行」組成。

「官方市場」的三個主要組成部分，分別是外匯管制者、作為其代理人的「土銀行」獲授權銀行、以及外匯基金。只有獲授權銀行才能成為香港外匯銀行公會會員及按「官方」匯率買賣外匯（即在公會議定的匯率範圍以內）。一切銀行同業間的交易，均通過「獲授權」外匯經紀人進行。這些銀行還獲授權批准用外幣支付的申請，和在任何表列地區內自由開啟帳戶收付往來。然而，對於向境外轉移資金，銀行則須在外匯管制的總體限制下經營。

另一方面，未獲授權銀行的經營，被局限於主要為美元的區外貨幣，並且只有通過獲授權銀行才能進入官方市場。把香港、中國、台灣及澳門製品運往美元區的出口商，無須向官方市場交出美元（僅指離岸價格），並獲准於非官方市場出售。同樣，從該地區的進口商必須從非官方市場購買美元用以付帳。在公開的非官方市場中，匯率隨美元的供求而漲落，而不是預先決定的，這與官方市場內英鎊的情況有所不同。

然而，必須注意的是，獲授權銀行雖享有提升了的地位及成為票據交換所會員的獨有權利，但這些優勢未必帶給他們任何特殊的財政利益。事實上，很多當地銀行寧願「不被授權」，以便取得在自由外匯市場經營的優勢。為分一杯羹，獲授權銀行亦經常與不獲授權銀行保持密切聯繫或者收購他們的股本。<sup>6</sup>

## 英鎊貶值

英鎊兌換制在戰後 20 多年裡，實行得相當不錯，當時按照布雷頓森林協定的安排，在固定匯率和經濟環境尚算穩定的時代中，國際貿易有所擴大。然而，由六十年代中期開始，英鎊對外價值持續下降，這無可避免地，最終導致香港的英鎊兌換制的崩潰。

儘管法律上從未要求英鎊和港幣之間的匯率保持在一固定的水平，但通過外匯基金機制取得穩定匯率的實際做法，變相把上述的要求成為必然。所以，隨著英鎊在 1949 年的貶值，港幣亦自動貶值，從而使兩種貨幣間的平衡得以保持。

在 1967 年 11 月 18 日，港幣連同英鎊一起再次貶值，最先與美元對比貶值 14.3%，主要為了避免外匯基金和匯豐銀行資產負債平衡表中出現任何資本損失。如不貶值，勢必導致流通中鈔票的英鎊保證有所減低。再者，所有其他獲授權銀行也會遭受損失，因為它們為其當地港幣負債做準備，必須持有的外匯資產只限於英鎊債券和銀行結餘。

然而，權衡得失，這一步驟並沒有令人信服的經濟理由作支持，尤其當考慮到香港極其當依賴從中國、日本和美國等國家進口物，而這些國家的貨幣皆自動升值。此外，與英國不同的是，香港在此期間並未面臨任何嚴重的收支平衡問題。因此，面對著廣泛的不滿情緒，政府於 1967 年 11 月 23 日（即於短短五日後）就匆忙將港幣從貶值後的水平重估上升 10%，即比原來平價淨貶值 5.7%。政府制訂了一項詳細計劃，並據此向獲授權銀行因此舉而遭受的港幣帳面虧損給予補償。對英鎊與美元的新的官方平價，分別定為 \$14.55 = £1 和 \$6.06 = US\$1。自由市場的基本匯率，安頓在 \$6 = US\$1。<sup>7</sup>

從某種意義上說，不隨英鎊貶值到底的決定，是一項歷史性決定，而人們亦可辯稱，這正是割斷與帝國金融體制先天聯繫的決定性時刻。人們亦間接地公認，殖民地貨幣是可以較其宗主國的貨幣（即英鎊）更穩定和堅挺。

外匯中的英鎊餘額，從 1967 年貶值時 99% 的高位，逐步降至 1974 年的 70% 及 1975 年後期的 40%。於 1976 年，數字下降到 20%，而直至 1977 年底，該餘額僅佔總數的 15%。<sup>11</sup>

史密森協議後僅一年，世界貨幣市場再度處於混亂狀態。於 1973 年 2 月 13 日，當黃金官方價格由每金衡制盎司 38 美元提高到 42 美元時，美元對黃金貶值恰好超過 10%。正如早些時候，像 1967 年期間面臨英鎊貶值和 1972 年英鎊浮動時那樣，香港再度面臨進退兩難的窘境。與上兩次一樣，財政司提出了眾所周知的論點，即應更注重強調香港對重要進口貨的高度依賴，甚於保護其出口貨的競爭優勢。

據此，當局決定保持對黃金的現存平價。這從而使當地貨幣對美元自動升值，與黃金提價的幅度相同。新的基本匯率定為  $\$5.0850 = \text{US}\$1$ ，其波動的上下限，同樣被允許為 2.25%。在扣除英鎊本身對美元升值 3.3% 的因素之後，這代表了對英鎊淨升值 6.7%。<sup>12</sup>

## 「自由發行」體制的肇始

曾經使英鎊成為不可靠定點的長期不穩定因素，於 1960 年代末期又開始纏住了美元。因此，在 1970 年代初期，許多國家使其貨幣浮動，而此時香港卻與美元共命運。面對美元國際價值的不斷波動，外匯基金正需要大量當地貨幣供應來干預市場，以維持聯結兩者的固定平價。

故此，於 1972-1974 年間，政府引入了下列三項措施：

- (1) 擴大外匯基金的港幣基數；
- (2) 給予向當地銀行舉借的設施，作為應急緩沖之需；
- (3) 作為新發行的保證，要求鈔票發行銀行以港元（代替美元）貸記外匯基金當地貨幣帳戶，以換取債務證明書。<sup>13</sup>

這也就開始了香港貨幣發展的新階段。因尚無更好的術語，這階段可被稱為「自由發行體制」。應該強調的是，上述新措施並未預示出任何革命性的政策，以結束香港貨幣的傳統外匯儲備制度。這僅意味著今後基金不是直接從鈔票發行銀行取得全部美元保證，而是運用從銀行收到的當地貨幣，在適當的時候斟酌購買美元或任何其他貨幣的任何其他資產作為發行保證。基金一向是持有港元以及外國貨幣資產，儘管從這時起，基金含有的本地貨幣含量，估計應已被提高。

因而，就其本身而論，「自由發行」這一名稱不應被解釋為無任何國外資產作後備的發行，而僅是在開頭時未由鈔票發行銀行直接提供這類後備而

已。無論如何，任何新的鈔票發行，都立即由為獲取債務證明書而交出的港元作為保證。因此，如前所述，當局的目標在於擴大外匯基金中當地貨幣基數，而並非引進被徹底管理的貨幣。

「自由」一詞也可用以從消極方面描述這一體制。這就是說，它在兩方面容許了銀行界比較自由地擴大貨幣供應。第一方面，鈔票發行銀行增發具有十足外匯儲備的不兌現鈔票之前，無須積累可兌換外匯資產作儲備。換言之，國際收支順差不再是發行鈔票的先決條件。結果，本章前一部分所描述的自動調節機制，變得不能運作。然而，各銀行仍須在法定流動性要求的限制下進行經營。

可以辯說的是，按照局部儲備制度，香港銀行界一直能成倍擴大大地信用和貨幣供應，而不受貿易收支結餘的局限。不過，在像香港這樣的開放經濟中，貿易收支結餘對貨幣供應的影響，是不可低估的。另一方面，同樣重要地，要認識到鈔票的發行對貨幣總供應的影響，充其量只是邊線性的。

第二方面，由於沒有中央銀行，政府除了維持外匯基金在鈔票發行銀行開設的當地貨幣帳戶外，並無其他選擇。因此，從這些銀行用來換取債務證明書所收的港元，都是存回同一銀行貸記基金帳戶，即是說，並未因購買外幣保證而從殖民地貨幣供應中取走款項。這導致鈔票發行銀行資產和負債的成倍擴張，而這樣一來，銀行業整體的貨幣供應也成倍增長，特別是當外匯基金的當地貨幣組成部分正在擴大時更是如此。

在鈔票發行銀行的帳簿中，資產一方會因為收到增補的債務證明書而顯示出增長，與負債一方的已發行鈔票對應相抵。另外，由相同數值的新幣構成的現金資產與外匯基金的本地貨幣帳戶也作出相應的增長。在這一制度下，甚至當基金在外匯市場售出本地貨幣時，這些本地貨幣仍將在本地貨幣供應範疇內循環流通。正如我們將在本章稍後部分看到，直到 1988 年「新帳戶安排」被引進前，這一問題並未有效地得到解決。

即使是這樣，政府為試圖堵塞此漏洞，於 1979 年通過了《外匯基金（修改）條例》，以阻止存放在當地銀行的外匯基金短期餘額投入貨幣供應。條例要求鈔票發行銀行對於外匯基金的港元存款應保持百分之百的流動性。然而，由於對流動性的要求頗為寬鬆，要設法規避並非困難，所以此舉的有效性，尚存有疑問。對於這些論點在後面各章中將予以詳細論述。

## 港元的浮動

為了把美元匯率維持在許可範圍內，外匯基金不得不持續而大規模地介入香港的外匯市場，以抵銷拋售美元的沉重壓力。然而，投機買賣持續有增無減，

## (2) 貨幣供應量的擴大

一種被普遍接受的經濟原理是，假若某一個地區貨幣供應量的擴大顯著地高於其經濟實質增長的話，持續不斷的通貨膨脹就會隨之而來。繼之，與其他貨幣供應量和伴隨的通貨膨脹增長步伐較慢的國家的貨幣相比，該個地區的貨幣對外值將被侵蝕。

按這一假設的觀點分析，下表 2.7 中統計數字顯現出的模式，提供了一個有趣的情況。在所考查的五年中，按 M1 基礎的貨幣供應平均增長僅為 11.16%，而本地生產總值則平均增長 8.9%。然而，按逐步擴大定義包括面的 M2 和 M3 衡量，其相應數字分別為 33.16% 和 34.83%。

同時，每年通貨膨脹率，亦以大大超過實質的本地生產總值的速度增長。1978 年有淨正增長率，而在 1979 年本地生產總值大約相當於價格指數的上升，但在隨後的三年中則大幅度地落於其後。在整個五年期間，消費價格指數的每年平均增長為 11.78%，也就是本地生產總值平均增長的 1.32 倍。在 1982 年，這些數字更為顯著，當年通貨膨脹較本地生產總值超出 3.62 倍。

如將這些數字與美國（即香港最主要的貿易夥伴）的相應數據相比較，那麼當地貨幣對外值下跌的模式，則更能依據經濟論理得到解釋。

雖然美國對貨幣供應的定義與香港略有不同，但 M1、M2 和 M3 的相應尺度的組成部分，卻可作出粗略的比較。即使考慮到兩個經濟實體有著不同的增長率，必須承認的是，這些年來香港貨幣供應一貫以較快速度增長，是美元對港幣單位升值的一項重要因素。有趣的是，於 1979 和 1981 年，香港 M1 的比較緩慢的增長，明顯地與大致趨勢不相吻合。可用來解釋這些偏差的事實是，在這期間香港 M1 作為衡量貨幣供應的尺度很可能是不太可靠的，這一點將在下節中加以闡述。

表 2.7 貨幣供應、本地生產總值和通貨膨脹  
(每年百分率)

	1978	1979	1980	1981	1982	平均
M1	23.2%	3.7%	15.7%	4.1%	9.1%	11.6%
(US M1)	(8.3)	(7.1)	(6.6)	(6.4)	(8.3)	(7.34)
M2	25.6%	13.2%	28.7%	21.3%	77.0%	33.16%
(US M2)	(8.2)	(8.2)	(9.0)	(10.0)	(9.3)	(8.94)
M3	無資料	29.7%	39.9%	27.4%	42.3%	34.83%
(US M3)	(11.2)	(9.2)	(10.3)	(11.4)	(9.7)	(10.36)
國內生產總值	9.5%	11.7%	11.0%	9.4%	2.9%	8.9%
平均年價格增長	5.9%	11.6%	15.5%	15.4%	10.5%	11.78%

資料來源：《經濟展望》(1985 年)。美國貨幣供應數字，選自《美國統計摘要》(1983-1984 年)。

## (3) 利率差別

在一個像香港這樣的精密而尖端的國際金融中心，假設其他情況保持不變的話，利率差別通常導致當地貨幣和外幣之間巨額互換。在 1978 至 1982 年的五年間，香港利率持續低於美國利率，此點從表 2.8 所給予的數據中可以看出。

在此期間，與美元相比，港元存款呈現負收益，負收益率徘徊在 3.90% 和 6.10% 之間，平均值為 5.22%。由香港銀行公會武斷規定存款利率的作法，常被指為是促成這一反向趨勢的主要原因之一。

可以辯說，為了降低銀行資金成本並保持貸款利率的吸引力，公會對國際趨勢的反應，是傾向於推遲提高存款利率的。而亦有指稱說它對向下趨勢反應較快。除對外的含義，利率差距經常引致香港內不同財政部門之間的資金大規模轉移。

所以，舉例來說，接受存款公司不受香港銀行公會對利率協議所作的決定所約束，因而可自由報出較高的存款利率，以鼓勵存款人轉移其資金。因此，許多銀行開設了接受存款附屬公司，以避過利率協議強加的限制。另一個提供較高利率的途徑，是通過可轉讓的存款證書，它也在香港銀行公會利率的範圍之外。

結果，包括可轉讓的存款證書的按 M2 定義的貨幣供應量，以及包括接受存款公司的存款的按 M3 定義的貨幣供應量，兩者的增長均經常大大快於不包括上述證書及存款的按 M1 定義的貨幣供應量。正如前節中所提出，在利率差距很顯著的 1979 年和 1981 年，這可能是解釋到按 M1 定義的貨幣供應增長速度較慢的一個充分理由。

表 2.8 三個月定期存款的平均收益(1978-1982 年) (年率百分比)

	1978	1979	1980	1981	1982
港元	2.98	7.30	8.16	11.42	9.27
境外美元	8.88	12.10	14.26	16.82	13.17
淨利率差	-5.90	-4.80	-6.10	-5.40	-3.90
					(平均 5.22%)

資料來源：《每月統計摘要》關於（香港第二類別銀行）及《歐洲貨幣》（關於境外美元）。

8.9 元。其後兩星期中，匯率便在市場反覆無常、緊張不安，作大幅度的上下波動。

然而，公眾漸漸相信，政府決心並有能力施行一項成功的穩定計劃，這亦使外匯市場漸趨穩定。所以，在宣布聯繫匯率方案的前夕，美元交易價，徘徊在 8.15-8.35 元的範圍。這反映出，本地貨幣值，實際從 1983 年 9 月 24 日那個致命的星期六的最低值，上升了約 16.5%。

## 「聯繫匯率」制 (1983 年至今)

期待已久的穩定計劃，終於在 1983 年 10 月 15 日（星期六）中午外匯市場收盤後宣布。它由兩項表面上看來簡單的措施所構成，<sup>23</sup> 其中第二項後來證明有深遠影響和取得出乎預料的效果。這兩項措施是：

### (1) 取消境內港元存款應收利息預扣稅款

雖然在 1982 年初期，外幣存款利息的預扣稅款已被廢除，但香港銀行系統內的本地貨幣存款，繼續以預扣形式繳稅。所以，不管心理因素如何，單財務方面的純利益，就已促使存款人將其資金轉換成為境內外幣存款，或成為持有境外港元存款，使之處於香港當局徵稅羅網之外。可見，此舉的目的，在於中和稅務利益方面的差別，使境內港元存款對投資者更具吸引力。

這項措施久已為銀行家和經濟學家所提倡，但較早前政府已因為擔心喪失財政收入而斷然拒絕該措施。然而政府被迫採取行動，不僅是因為金融危機，也是因為掉換存款已使「財政收入」的論點淪為笑柄。

### (2) 鈔票發行機制的改變

從 1983 年 10 月 17 日起，政府開始按 HK\$7.8 = US\$1 的固定匯率出售和贖買債務證明書。自此時起，對於新鈔發行，政府要求當時的兩家鈔票發行銀行交存與港元等值的美元而非港元本身。

這項措施在某程度上回到了老的英鎊固定匯率制。然而，在運作方式中的某些關鍵因素，使得聯繫制截然不同。在新的制度下，香港鈔票發行機制是與美元「聯繫」的，但貨幣整體並不嚴格死板地釘住美鈔。在這方面，有趣的是留意使得「聯繫」機制有別於原來的「固定平價」制的以下各點：

- (a) 在 1972 年 7 月以前，政府作出維持對英鎊的預先固定平價的承擔，包括了整個銀行業，就是說，這已超出了有關債務證明書業務交易的狹窄範圍。因此，政府理論上有責任在圍繞固定平價的上下限範圍內，無限額地買賣英鎊。

另一方面，在新制度下，政府現在保證對美元的固定匯率，但這只能用於贖買和出售與匯豐銀行、渣打銀行和 1994 年後的中銀發行的鈔票相關的債務證明書。所以，外匯基金所作的維持平價的承擔，只限於「超額」發行的鈔票金額，而不是銀行系統內的所有港元存款。

- (b) 此外，官方固定的匯率，只適用於三家鈔票發行銀行，並也被限於「超額」的發行。其他銀行和一般公眾，是不能直接得到外匯基金的預定的「聯繫匯率」的。

- (c) 結果，在理論上講，目前對美元存在雙檔匯率：一個是匯率固定的聯繫匯率，另一個是在外匯市場中由對美鈔供應的需求所決定的自由匯率。

## 「聯繫匯率」制的運作方式

政府的目的，是使「自由」匯率與「聯繫」匯率相一致，或至少與之非常接近，從而使「兩檔」合而為一或一個接近匯率。要達到這個目的，該制度便要依靠銀行和其他財政機構之間的套匯經營和競爭的相互作用。所以，「聯繫」匯率的運作在理論上雖然頗為簡單，但機制的實際運作，確實是較複雜和微妙。以下所述即是套匯經營的實例。

### (1) 當「自由」市場匯率高於「聯繫」匯率時

隨著對美鈔需求的增加，港元承受的拋售壓力將上升，從而把匯率推高至 \$7.80 = US\$1 的掛鈎平價以上。

在這些情況下，銀行和其他財政機構將利用回籠鈔票和贖取債務證明書的辦法，間接地通過三個鈔票發行銀行以較低的官方匯率從外匯基金獲得美元。然後它們以較高的現行市場匯率售出美元，從而在扣除成交費用後賺取利潤。到頭來，鈔票的交回將使港元庫存減少，而從外匯基金得到的美鈔則將增加其供應。

庸諱言，外匯管制和進口發牌制度的職能，對香港目前的情況來說是不適用的。

- (3) 對私人銀行簽發牌照並予以控制  
金融管理局在這一方面充分發揮了中央銀行的作用，這將作為第三章的重點內容。
- (4) 滿足私人銀行的需求，通過：
- 充當最終貸款人
  - 充當銀行家的銀行
  - 管理票據交換清算系統

在 1986 年一連串銀行危機時期，最終貸款人問題成為了熱門話題。雖然當時並沒有像現有的金融當局，但政府因顧及到公眾的利益而通過外匯基金承擔了這一角色。彭勵治，當時香港的財政司彭勵治先生 (Mr. Bremridge) 聲稱：「聯繫到銀行監理專員和財政司被賦予的權力及明確的責任，外匯基金的儲備 ... 構成最終借貸人」。<sup>39</sup> 第三章將深入探討這題目。

隨著金融管理局的組成及隨之而來的外匯基金職能的擴展，金融管理局所充當的最終貸款人的角色已更為鮮明。在這點上，應注意把 LAF 與最終貸款人的職能區分開來。前者是對獲批准的票據進行貼現的設施，而後者只是在金融秩序混亂崩潰，對銀行小額存戶及整體經濟造成嚴重後果時才用於挽救銀行的。因此，不能認為這種救援措施是理所當然的。每件個案都應根據其是非曲直做出決定的，而沒有一個「銀行家當然也沒有一個當地銀行的股東應被哄騙以至輕信，如果他們遇到麻煩時外匯基金必然會給以支持」。<sup>40</sup>

目前，金融管理局並沒有直接充當銀行家的銀行。雖然外匯基金已通過 CMU 接管清算債務之職，但香港銀行公會通過匯豐銀行進行支票清算管理的安排，在目前尚未受改變。計劃中，這個職能將在 1996 年起由一間屬金融管理局與香港銀行公會共同擁有的公司接管。

## 金融管理局和聯繫匯率

自從金融管理局成立以來，它一直非常勝任地、並在不斷發展的基礎上，管理著有關於銀行體系的金融事務。實話說，金融管理局對於維持聯繫匯率的貫注凌駕一切，這鞏固了當局維持港元穩定的任務。在這點上，金融管理局行政長官任志剛先生 (Mr. Joseph Yam) 毫不含糊地將貨幣穩定解釋為「維持穩定的港元對外值，即 7.80 港元比 1 美元，使之處於聯繫匯率制的框架之內。」<sup>41</sup>

在編寫此書時，關鍵性的美元聯繫制及對其產生影響的貨幣市場，均在有秩序地運作。在過去數年來，這聯繫匯率使香港安然渡過了一些有潛在損害性的政治和經濟威脅。比方說，正如我們將在第六章中看到，在 1993 年和 1994 年早期，聯繫匯率能夠渡過由初次公開招股被超額認購所帶來的潛在不穩定的影響。同樣地，在 90 年代上半期，金融管理局通過及時干預，極為成功地抵拒了各種向港元作出投機襲擊。而較早前分別於 1989 年和 1991 年出現的天安門事件和國際信用及商業銀行 (BCCI) 事件，也沒有過分地擾亂聯繫匯率。

不僅如此，自從金融管理局掌握了新的金融工具以來，美元利率與港元利率之間的差距開始收縮，這對維持聯繫匯率有著明顯的積極含義。例如，在 1983 年和 1988 年間，三個月的美元利率較相應的本地貨幣利率高出 100 個基點。隨後，在 1988 年中期至 1994 年後期期間，這個差距已縮小至 25 個基點以下。<sup>42</sup>

表 2.13 貿易收支和外匯指數  
(1989-1993 年)

(貿易收支單位為百萬港元)

年份	1989	1990	1991	1992	1993
有形貿易					
出口	224,104	225,875	231,045	234,124	223,025
再出口	346,405	413,999	534,841	690,829	823,223
小計	570,509	639,874	765,886	924,952	1,046,248
進口	562,781	642,530	778,982	955,295	1,072,599
收支差額	7,728	-2,656	-13,096	-30,343	-26,351
無形貿易					
出口 (服務)	98,040	108,556	121,570	143,397	164,464
進口 (服務)	63,364	75,854	86,357	96,467	103,041
收支差額	34,676	32,702	35,213	46,930	61,423
總合計					
總出口	668,549	748,430	887,456	1,068,349	1,210,712
總進口	628,583	721,054	868,399	1,054,929	1,178,753
淨差額	39,966	27,376	19,057	13,420	31,959
外匯指數 (以 1983 年 10 月 10 日為基數)	109.3	109.3	109.2	114.2	114.3
對美元匯率	7.807	7.801	7.781	7.741	7.726

資料來源：香港政府《經濟展望》(1994 年) 和《金融管理局年報 1993》

## 官方對接受存款公司的管理（1976-1982年）

隨著 1973 年股票市場驚人的崩潰，官方日益重視對從前不受到管理的非銀行金融機構的監督，目的在於保障存款人的利益。於是政府在 1976 年制訂了《接受存款公司條例》，其主要特點如下：

- (1) 除指明予以豁免的實體外，一切接受公眾存款的金融機構（即接受存款公司）都要向銀行監理專員註冊，並按年交費。
- (2) 它們至少要有 250 萬元的實收股本。
- (3) 它們不得接受 50,000 元以下的公眾存款。
- (4) 它們不得使用「銀行」字樣作為名稱，也不得從事於某些類型的活動。
- (5) 它們需要審計帳冊，並公布年度帳表。
- (6) 銀行監理專員有權在認為必要時要求它們提供更多的資料。

與《銀行條例》相比，這些條文顯得極為寬鬆。例如，接受存款公司無需保持任何指定的流動性比率或定期提供報表或接受銀行監理專員辦公室的查驗。但儘管如此，在一個使人聯想到 1948 年《銀行條例》的情況之下，註冊的規定確使當時經營活躍的絕大多數非銀行金融機構望而生畏。條例甫經頒布，它們的總數便立即下降到 167 家。不過，許多海外銀行不久便開始註冊為接受存款公司，試圖從後門進入香港。因而到 1982 年，數字便回升到超過 350 家。

自此以後，《接受存款公司條例》經過十多次的修改，其中比較重要的改變如下：

- (1) 銀行監理專員獲同時被委派兼任接受存款公司監理專員新職（1978 年修改）。
- (2) 接受存款公司受到監理專員更加詳盡的監督，包括呈報詳細的資產負債月報表、保持最低限額的指定流動資產、讓監理處檢查帳冊等（1978 年修改）。
- (3) 接受存款公司被進一步劃分為「註冊」接受存款公司和「持牌」接受存款公司兩大類（1981 年修改）。下一節將對此點作詳細介紹。
- (4) 監理專員的權力擴大至監督在香港成立的接受存款公司的海外辦事處（1982 年修改）。

## 三級體制

接受存款公司由於不受銀行公訂利率的限制，因此能夠以更有吸引力的利率招徠存戶。這是它們快速發展的主要因素。在這種情況下，銀行作出的反應自在意料之中。一方面，許多銀行通過全資的附屬公司加入接受存款公司市場；另一方面，它們疾言呼籲進一步加強對金融市場中接受存款公司行業的管理。可合理地假設，各銀行（特別是鈔票發行銀行）必定是利用了它們與政府之間的傳統依存關係，去中和它們所認為接受存款公司所處於的不公平優勢。

姑不論銀行進行的任何游說，政府是有充份的宏觀經濟理由，以加強對接受存款公司的監督。由於沒有中央銀行以及舉足輕重的公債，香港政府無法運用貨幣政策的許多傳統工具，如公開市場買賣、質量和數量的指令與控制，包括在吸收存款過多時要求在中央銀行開戶存放一定比例的無息存款、特種存款等。所以，當局所掌握的幾種貨幣工具之一就是：利用銀行公訂利率以及兩家鈔票發行銀行公佈的最優惠貸款利率（即所謂「優惠利率」），間接地影響利率水平。

正如第二章所分析，在此時港元實行浮動的前提下，利率在對於穩定本地貨幣的對外價值方面所扮演的角色，就表現得十分重要。因此，政府為了保持對利率水平的影響力，是絕不可以容許金融界的大部分機構超出香港銀行公會公訂利率制度的範圍自由經營的。

接受存款公司以較高利率奪走銀行存戶的做法，被視為充滿著潛在的通貨膨脹的含義。在這一點上，接受存款公司行業使人聯想起 1960 年代初期銀行業的景象，當時大批小型金融機構既無充足資本又缺乏專業經驗，卻又進行激烈而不健康的競爭，結果損害了小額存戶的權益。

所以，政府決定引進一個三級金融結構，背後的理由是：

- (1) 保證香港銀行公會利率協議作為宏觀貨幣政策的一種工具的有效性。
- (2) 控制「完全自由」利率制度的潛在通貨膨脹的影響。
- (3) 通過管制接受存款公司行業中殘酷無情競爭，以保護小額存戶，從而保持貨幣制度總體穩定。

來自有關的銀行機構的壓力也可能是一個原因，即使是從屬性的原因。

香港金融機構的三級結構，隨著 1981 年《接受存款公司（修改）條例》的頒布而形成。接受存款公司被分為兩類，於是自此以後，接受公眾存款的業務就可由以下三種特定的金融機構辦理：

中國銀行和中國國際信託投資公司涉足嘉華銀行事件，因而引起了許多關於中國今後在香港銀行界中扮演更重要角色的可能性問題的推測。在這方面，必須牢記，中國銀行的行動並非毫無先例。早在 1978 年，該行便曾向當時遇到財務困難的新鴻基財務公司（後來改組為新鴻基銀行）伸出過援手。後來，在 1983 年，中國銀行又曾協助澳門大豐銀行，渡過其現金緊缺的困難。

然而，在 1997 年來臨所帶來的政治變化前景中，國營中國金融機構的行動呈現出一種新的尺度。當中國銀行一位高級官員聲稱，今後其香港分行將樂於協助「經營謹慎和財政健康」，但碰到暫時的流動性問題的本地銀行時，許多人察覺到這是中國銀行對於承擔核心角色這一意向所作的積極聲明。

與此同時，在 1985 年後期，又出現了謠言，指本地的另一家小銀行永安銀行也遇到了財務困難。這家銀行由一個享有盛譽的本地華人家族所控制，向來以頗為保守見稱。後來得悉，該行因收不回貸款，包括向其董事和行政人員給予的貸款，而導致巨大損失，這些貸款都超出了法定限額。結果，股東的資金已被一掃而光。

一項拯救行動終於出現，由本地的主要銀行而且也是匯豐銀行集團成員的恆生銀行接管了永安銀行的控股權益，以新股本形式注入 1.76 億元。此外，還通過由原銀行控股公司永安（控股）公司包銷發行增股認購權，籌集出 1.54 億元。政府保證，到重建計劃生效那天，該行的淨值「不會是差於零」，這不包括任何進一步注入的資金。後來，大新財務集團於 1992 年 11 月接管了永安銀行，並將其併入大新銀行。

在 1986 年 3 月底，政府戲劇性地宣布，將接管另一家處於困境的本地小銀行。友聯銀行的董事長兼行政首長因長期不在香港，引致董事會眾多成員相繼辭職，從而又加速了一場嚴重的流動性危機。該行外聘的審計師認為 1984 年資產負債表中約 2.65 億元的海外貸款合格，該筆貸款有著該行董事長質押了 1.2 億元私人財產作為附加保證。到頭來，終於泄露出該行損失了 6.12 億元以上。結果，即使在調整全部股票溢價和儲備帳戶之後，股東資金大已幅度縮減，僅餘 3,480 萬元。

在這次危機中，銀行監理專員第一次行使舊《銀行條例》第 13(1) 條授與的權力。怡富商人銀行被委派暫時管理該行的事務。外匯基金亦提供了一筆貸款額度，以保證充分滿足存戶和其他債權人的索償。雖然該筆備用貸款的確實金額未被披露，但據報導數額是相當大的。然而，財政司在 1986 年 5 月發表的一項聲明中稱，該筆貸款直到那時為止尚未被使用。

於 1986 年 7 月，該行被售與了一家中美合資的企業新思想公司（Modern Concepts Ltd），該公司股份中 68% 為招商局持有，其餘 32%

由賽爾奇國際公司（Search International）持有。新領導層從臨時過渡經理怡富商人銀行手中接過對該銀行的控制權，而外匯基金給予的貸款額度亦被終止。該合資企業以 6,800 萬元收購了前董事長的私人控股。此外亦計劃籌集 2 億元，其中一半通過發行增股認購權，另一半通過發行可轉換優先股，由新思想公司認購。

作為一段「旁戲」，另一家本地銀行遠東銀行也發現自己陷入困境。但該銀行的情況，遠不及其他涉及銀行的事件那麼嚴重。與 IBI 亞洲（控股）公司所進行旨在重組這家銀行的談判亦進展順利。於 1986 年 6 月，IBI 亞洲（控股）公司收購了該行控制性的 65% 的股份，從而沒有太大麻煩的情況下就圓滿地解決了上述事件。然而，隨著 1987 年世界性的股票與期貨市場的崩潰，荷蘭 IBI 控股公司（即 IBI 亞洲公司的母公司）不得不進一步扶持遠東銀行，使其渡過難關。

但是，在連場銀行危機的戲劇結束前，還有一幕要演出。

在 1986 年中期，第一太平洋控股公司（First Pacific Holdings Ltd）正著手接管本地的一家小銀行康年銀行。該銀行於 1922 年組織成立，由一個香港華人家族控制著。在 1985 年該銀行損失了 9,710 萬元，從而使股東資金縮減為 1.357 億元。第一太平洋控股公司在查帳過程中，發現了一項向香港一家有名氣的華人商號借出為數 1.6 億元的貸款，而該款能否收回，亦成為疑問。如果這筆貸款變為壞帳，該銀行的資本就會蕩然無存。

當這件事引起銀行監理專員的注意時，他便於 1986 年 9 月接管該行的控制權，同時外匯基金亦提供一筆備用貸款，作為應付驚惶的存戶們大量提款的預防措施。監理專員採取的及時行動，先發制人地防止了另一次潛在的危機。最後，這家銀行被最初的出價者，即第一太平洋控股公司所收購，並更名為第一太平洋銀行。

隨著康年銀行事件，1980 年代中期持久的一連串銀行界危機終告結束。很久之後，在 1993 年，政府宣布，為了拯救 7 家銀行（即恆隆、香港工商銀行、海外信託銀行、嘉華、永安、友聯及康年）使其免於 1980 年代危機之害，總共耗資了 38 億元，而且是由外匯基金承擔的，但並未有分別列明每一家銀行的金額。<sup>21</sup>

## 1986 年的銀行改革

自 1970 年代初起，香港的金融界活躍而迅速地發展，使到僵硬的管理機制變得大大地落後。1982-1983 年的接受存款公司危機以及緊隨而來的 1983

雖然商人銀行家核奇森 (Slater Walker Hutchison) 於 1973 年在香港發行了第一批存款證，但要到 1977 年市場才真正開始發展。在當年，獲多利公司也進入了市場，大通銀行亦隨即加入。自此以後，大批認可機構接踵加入，存款證也就慢慢而又穩步地流行起來。發行存款證的方式五花八門，期限、面額和貨幣各異，而利率既有固定的，亦有浮動的。在 1990 年代初，低利息制度導致了泰國和印度尼西亞兩國的銀行以及一些本地銀行發行了高利息的泰銖和印尼盧比存款證。

跨國銀行集團在批量市場中極為活躍，它們擔當了發行人、安排人及包銷人的角色。因為香港在銀團貸款方面在區域市場中佔領導地位，這種情況也就不足為奇。因此，作為商人銀行活動的一部分，認可機構便須籌備存款證資金，用以滿足發放銀團貸款的資金需要。

據估計，於 1993 年期間，在香港發行的存款證，包括為非銀行借款人發行的存款證，總額數字很大，達到相當於 15.3278 億美元。然而，奇怪的是，截至同一年底，在整個銀行體系的負債（集資）總額當中，存款證所佔的比例還不到 1%，但正如前面已討論過，這一個數字毫無疑問地已被銀行同業資金中對應科目大大地扭曲了。

## 存款證的類別

### (a) 批量發行 (Bulk issues)

一般來說，存款證的基本發行人預先決定他所希望籌得的大量總資金額，繼而發行該等存款證。每一張存款證通常以比如 10 萬元或其倍數為單位（凡屬香港銀行公會會員的，最少為 50 萬元），亦採取不記名方式發行，以便於通過交付而自由流通。還可以發行以外幣折算的存款證。按照這種方式，發行人通常不直接和投資者接洽，而是通過一個或者一批包銷人 / 經理推廣存款證。普遍的做法是，包銷人也成為他們所包銷的存款證的二級市場莊家。「批量」部分佔了整個存款證市場的絕大部分，而且完全被機構投資者所主宰。典型的存款證是以 3 年到 7 年期方式發行。但是於 1990 年代初，隨著香港房地產市場的繁盛，存款證發行的期限甚至更長，因為對長期抵押融資來說，這些存款證是「很匹配」的。

表 4.3 於 1993 年間在香港發行的存款證

五大安排人	金額 (百萬美元)	期數
匯豐銀行集團	254.37	15
Oakreed	207.98	23
寶源	199.98	12
瑞士聯合銀行	171.52	9
渣打銀行	140.45	10
其他	558.48	23
合計	1,532.78	92

資料來源：《歐洲貨幣債券》

### (b) 直接發行 (Tap issues)

為了滿足個別客戶的特定需要，亦可以根據其實際情況發行存款證。金融界把這類存款證稱為「直接發行」。批量發行存款證是為了達致在既定時間內整批資金目標；而直接發行的數量和期限則每筆不同。此外，批量發行的主要對象是公司存款人，而直接發行則主要為市場上的零售商服務。事實上，直接發行與傳統的定期存款頗為相似，只不過後者的持有人不能將其轉讓給第三者而已。

例如，在 1977 年 11 月，新鴻基財務公司（現港基國際銀行）敘造了直接發行存款證以照顧零散的數額，但每筆存款必須在 5 萬元以上。這一批發行的期限長短不一，短則 3 個月，長則達到 5 年，務求以靈活性爭取競爭優勢。但這種發行現在已越來越罕見了。

## 利息的支付

無論哪一類存款證，都可以按「固定利率」或「浮動利率」支付利息。在第一種情況下，利率一開始被固定，不管以後市場利率有任何變化，均保持不變。因此，如果利率波幅大，發行人就得冒因不利的市場變化而產生的巨大利率風險。

作為一種保護措施，發行浮動利率存款證的做法趨於普遍，以便其利率隨市場利率漲落而浮動。在這種情況下，存款證的利率是連繫到一個被普遍接受為市場基準的「掛鈎」利率的。在香港，通常採用的「掛鈎」利率是香港銀行同業拆放利率 (HIBOR) 或者幾家鈔票發行銀行的最優惠放款利率（即所謂「優惠利率」）。發行外幣存款證的利率，可以根據諸如倫敦銀行同業拆放利率 (LIBOR) 的國際基礎利率來確定。

據此，存款證的浮動利率可以被定為「優惠利率加 1/4%」或「60 天期香港銀行同業拆放利率加 3/8%」。存款利率也可以是浮動，但必須保證

更複雜的是近年來，信用機構如商業銀行，商人銀行和財務公司之間的界限越來越模糊。許多商人銀行開始經營商業銀行業務（如接受公眾存款和發放普通貿易貸款）並進行財務公司類型的活動（如分期付款租購和租賃）。反過來，商業銀行和財務公司也已進入屬於商人銀行的傳統業務禁區，如包銷證券和承兌匯票。因此，識別商人銀行往往要通過其牌照的種類和在特定行業協會中的會員資格才能較易確定，而不是從其所活動的範圍。

在香港，幾乎所有商人銀行均按照《銀行條例》（第 155 章）註冊為受限持牌銀行或接受存款公司，儘管它們的活動有很大區別。比如，有一些接受存款公司或受限持牌銀行主要對消費者提供分期付款租購融資，而此種業務主要是財務公司而非商人銀行的活動範圍。因此，香港的大多數商人銀行在一般情況下均是受限持牌銀行或是接受有存款公司，而反過來說則不一定正確。另一方面，在英國，只有承兌商行委員會和票據發行商行協會的成員，能被肯定地識別為商人銀行。但就是在那裡，商人銀行也從事於兩種截然不同的商人銀行專業方面的活動，即分別為承兌匯票和在資本供求雙方之間作中間人。

由此可見，試圖把種種金融服務按傳統的商業銀行、商人銀行和財務公司的活動予以劃分，那只能是徒然的。既然如此，為說明起見，我們可將這些特殊金融服務，按其功能概地劃分為兩大類，即：

- (1) 提供可選擇的資金融通渠道，並從中獲得收益，及
- (2) 提供其他特殊金融服務，並從中收取手續費作為收入。

本章將涉及第一種功能，而第六章將集中論述第二類功能。應該注意的是，大多數商人銀行都從事上述兩類的活動。

長期貸款，短期透支和票據貼現，傳統上一直是香港商業銀行提供的主要融資類型。但是最近，籌資將證券化已成為金融行業的熱門話題。未來的趨勢是，金融和非金融公司均通過發行股權和債務工具來籌集資金。這些發行通常被金融機構當作是吸收客戶存款的代替品，而非金融企業則以此回避金融媒介的監管。必然的結果是，已經產生了许多創新的金融工具和金融技術來滿足不同發行者的特殊需要。其中一些是專為跨國公司和政府機構的大額資金需求而特別制定的，另一些則適合於數額不大及規模較小的資金需求者。因此，他們趨向於滿足公司和消費者特殊的長期、中期和短期的需求。

## 銀團貸款

這一方法通常適用於那些對任何一家貸款機構都是規模過大或風險過多的項目，通常由數家貸款機構通力合作，每家出資金額可較少，以便限制各自承擔的風險。銀團貸款可以使有關貸款行避過有關的監管機構禁止給某一集團或某一個借款人超額貸款的限制。多國貸款銀團通常由擁有巨額資金的國際金融機構組合而成。銀團作為一個整體，其專業技術和顯赫聲望都是共濟互利的。這種貸款可組編為一次性的循環的或備用的。

## 牽頭行的作用

銀團貸款由牽頭行主辦，牽頭行一般由一家商業銀行或商人銀行擔任，作為借款人和貸款銀團成員之間的聯繫人。有時還可以指定另一家銀行作共用牽頭行。在巨額貸款的複雜案例中，幾家銀行可組成一個「管理組」，其中一家為小組的代理銀行。由於牽頭行必須清楚地了解借款人的確切需求和其資訊情況，這一任務經常指定由借款人國家的銀行機構擔任。

牽頭行提出一籃子的計劃，其中要考慮到借方的全部特殊要求，包括貨幣選擇，償還和分期攤提計劃、利息和費用的支付、法律的選擇，仲裁條款等。然後，對可以參加的貸款機構發出參加銀團的邀請，並將報價的細節（如信息和備忘錄等）通知被邀請人。

在最後簽署協議時，幾家牽頭行通常指定其中一家作為銀團的代理行，管理貸款協議執行全部內容，包括收取和分配應收款項。如果在借款人違約的情況下，代理行有責任通知銀團的所有成員。

當代理行同時又是借款人的主要銀行時，則有可能發生代理行與貸款銀行團之間的利益衝突。例如，當涉及到借款人敏感的機密內幕消息時代理行該怎麼辦？以後我們將在第六章討論，在一個銀行組合體中各部門之間建立所謂的「中國牆」對解決這些問題未必十分有效。為了解決這一困難，通常在協議中加入一條「駝鳥條款」，定明只有在代理行收到相關事件（例如借款人違約）的實際通知時，他才有義務通告銀團成員，但這一條款的有效性仍存疑。另一個解決方案就是在非常的情況下，代理行公開其權益，甚至辭職。

## 抵押品

傳統上，銀團貸款無需有抵押品，貸款人為保護自己的利益通常列入一個「不進行抵押的保證條款」（negative pledge clause），以防止借款人將其資產

樣做，使用人便可在維持使用資產的情況下把資產變換為一整筆現金，而該筆款項是在一段相當長的時間內用貶了值的金錢償還。如果以前尚未扣除資本折舊，出租人便可獲得稅務方面的好處，而其中一部分好處也可通過降低租金的辦法給回承租人。

#### (iv) 賣主的安排

在這些安排中，租賃財務公司與設備製造商／銷售商簽訂長期有效的協議，為後者的顧客租賃設備提供融資。在此共生的關係中，租賃財務公司能夠找到新的投資途徑，而同時製造商／銷售商亦能擴大其服務範圍（儘管是通過第三者出租人／融資者而作出）從而更能滿足其顧客的需要。

### (2) 經營性租賃

這一類租賃安排，一般是作為產品製造商及／或銷售商作為市場推銷策略的一部分。金融機構通常不涉及到此類租賃。在一項典型的經營性租賃中，出租人負責保養、更換部件、保險等等。另外，出租人往往提供專門操作人員及／或為承租人培訓設備操作人員。這一類租賃被稱為「濕租賃」(wet lease)，與前文介紹的「乾租賃」成相反對照。

一般經營性租賃為期只有數天、數星期或數月，如租用汽車和建築設備。然而，若租用飛行工具、貨運箱或電腦，租期則可達多年。某項特定資產可以由一名承租人轉到另一名承租人使用，短期租賃（例如汽車租賃）尤其如此。為顧及到各次租賃之間存有空閒期的情況，經營性租賃的租金都傾向於偏高。但這在很大程度上被「濕租賃」帶來的好處所補償。

與融資租賃的「基本期」不同的是，在經營性租賃的個別租賃期內都不能攤提收回全部投資和利潤。出租人通常要依靠連續出租設備或最後賣出設備的收入來確保投資得到充分收益。然而，與融資租賃不同的是，經營性租賃的出租人是其特定領域的專家，因此他在設備殘值估價方面處於更有利的位置。

### 香港的設備租賃

香港的租賃市場一直不大，因此並不容許大規模的專門化。大多數境內需求，均來自於本身經濟實體中的交通和製造行業。因此，租賃公司的投資組合由選擇性有限的資產所組成，主要是車輛和小型設備。由於設備使用人缺乏知

識並且較喜歡擁有自己的資產，因此香港的設備租賃的增長率一直受到了抑制。另一個遏制的因素是缺乏二級市場。

然而，這並不是說租賃公司（通常是認可機構的附屬公司）在融資租賃市場中不活躍。香港設備租賃協會 (Hong Kong Equipment Leasing Association) 於 1981 年成立，到 1994 年 10 月它共有 41 家從事各種設備的租賃的正式會員。此外，它還有 10 家非正式會員，主要是與設備租賃業務有關的法律和金融界專業人員。然而，將來有發展空間的地區顯然是跨越邊境的地方，特別是大多數香港工業已遷往的珠江三角洲地帶。

在 1980 年，一家日本租賃公司的本地辦事處，在本港安排了第一筆與中國有關的融資租賃合同。該合同是與嘉年印刷 (Goodyear Printing Press) 按補償貿易形式在中國設立一家印刷廠相關。從此以後，在香港組成的與在中國的合資有關的租賃合同數量不斷增加，它們主要涉及資本性的貨物和設備。

於 1983 年後期，第一家中國的租賃合資公司——鼎協租賃財務 (Trilease Finance) 在香港成立。它的實收資本為 1,000 萬元，而中國銀行擁有其中 40% 的股權。另外兩家參與者為法國興業銀行 (Societe Generale) 和香港東亞銀行，其持股量分別為 40% 和 20%。隨後，有更多的合資相繼成立。最近，很多日本、歐洲和北美的設備租賃公司（當中不少是合資公司）以香港為基地與中國進行越境貿易。這種與中國項目有關的涉外交易，通常是用從香港籌措的資金進行融資。

在 1992 年，香港稅務當局規定，按照《稅務條例》（第 112 章）第 39E 條，對於在外地使用的設備，以香港為基地的出租人不能享受折舊稅務豁免和有關的稅務優惠。作為一種緩和姿態，當局同時規定來自於中國租賃的利潤在香港不必繳交利得稅。廣義上說，這兩條規定是互相中和的，因此亦維持了香港稅務鼓勵程度的現狀。<sup>22</sup> 然而，這一舉動對港外的中國租賃業務的增長，產生了一些負面影響。

值得注意的是，雖然大多數與中國有關的租賃是由國際租賃公司設在本港的辦事處負責洽談，但實際合同卻多是在其本國編寫的。這主要是由於其本國提供較多的稅務優惠。稅務節省的差距是來自兩方面，一是該國給予較高的資本及其他豁免，另外是避免支付該國較高的公司稅。

在香港，可以按設備價格成本的 60% 進行首次折舊，隨後按年減少的餘額、根據設備類型按每年 10% 至 30% 進行折舊。然而，由於香港稅率相對較低，稅務方面的鼓勵措施就不像其他國家那樣具有吸引力。在本港，目前對非公司企業的利得稅率上限為 15%，而對公司的稅率上限則為 16.5%。這比其他金融中心如倫敦或悉尼的相等稅率低出大概一半以上。

## 與投資有關的服務

在投資方面提供意見和代客管理投資組合是香港商人銀行業務重要的一環。一些經營這項業務的機構是獨立的，有時是某些有國際聲譽的與銀行無聯結的投資商號的附屬機構。另一方面，它們中間的許多機構是與銀行，有限制牌照銀行和接受存款公司的附屬機構或者是與他們正式地聯在一起。香港金融市場是國際金融中心網絡中不可缺少的組成部分，對資金流動不加以限制。因此，具有廣泛國際聯系的本地銀行正佔有利位置，得以在投資有關的服務中開展多樣化經營並獲得盈利。

近幾年來銀行直接投資在證券公司的趨勢不斷上升，並漸受爭論。公眾普遍關注如果銀行直接涉入投資領域，也許會出現利益衝突，因為銀行在融資活動過程中會掌握敏感的內幕信息，致使他們利用這些信息為其投資服務部謀利。因此，控制一系列金融機構的銀行集團，竭力強調通過嚴謹的內部隔離或「中國牆」（“Chinese walls”）把公司融資和投資管理兩項功能予以分離，各自為政。

已確立的中國牆概念已被納入英國證券投資局和英國收購事務小組的規章之內。然而，多次重大的破「牆」事件導致公眾不斷地產生懷疑，例如，County Netwest（國民西敏寺銀行集團的商人銀行機構）由於1989年在Blue Arrow認股權的發售中所扮演的角色受到英國商業工業部的譴責。類似事件亦發生在1988年Morgan Grenfell在Argyll集團接管Guinness Breweries收購行動中遭到投訴。

值得注意的是雖然大銀行集團並不是完全依靠投資業務盈利，但此項收益越來越變得具吸引力。此外，銀行也從規模經濟中受益，而且投資服務擴大了產品系列並通常帶來一些其他的機會，例如存款和公司融資等等。在與投資有關的服務中，銀行所涉及的主要領域大致可分為以下幾類：

### 提供投資意見

存戶一般會到自己的開戶銀行尋求投資諮詢服務。事實上，招股書、分派通知書、以及與股票有關的類似文件通常建議投資者應徵求其銀行經理的意見。可是，由於很久前一重要案例的裁決所引起的不幸經歷，<sup>7</sup>令英國的銀行通常不會提供關於投資的直接意見，以避免有可能被人控告提出任何索賠要求。因此，銀行通常要求其客戶求教於經認可的股票經紀。不過近幾十年來，英國銀行家的這態度已經有了重大的變化。

到目前為止，香港在這方面大體上沿襲傳統的英國模式。七十年代初以來，隨著香港金融機構新浪潮的到來，甚至最保守的銀行處理問題的方法都已發生了顯著的變化。香港銀行機構目前都會在投資問題上毫無拘束地提供建議。客戶有可能提出的索償諸如缺乏專業水平，疏忽及訛詐等理由已被視為日常的「經營風險」，可憑藉提高專業知識來減到最低。

然而，由於銀行中商業部門的從業人員經常達不到所需要的專業水平，所以此類意見通常是從銀行的專業投資部門或其附屬的有限制牌照銀行或接受存款公司那裡得到的，並慣常與投資組合結成一籃子。附帶一提，除經特別豁免外，投資顧問，無論是否為公司，都必須根據《證券條例》（第333章）進行註冊。

香港的投資者可分為以下三大類：

- (1) 尋求安全和優質固定收益。投資銀行通常使用債券計價式來換算收益。
- (2) 希望稍微多冒一些風險以期待較好回報。在這種情況下，自然可建議投資股票，而可轉換的股權被視同期權。因此，常常使用期權計價模式。
- (3) 敢於冒險的投資者願意通過使用可轉換的股權造成股票空倉的方法以對付其投資組合。目前，這類交易在本地和倫敦等其他金融中心不同，沒有相應的管理規定。因此，這類交易可代海外客戶進行，比如說經由倫敦成交。

在提供的意見時，應及時向客戶闡明諸如「風險與收益相比」和「流動性與盈利性相比」這一類的因素。根據投資人的不同動機，可建議其從事以盈利為導向的短期投資，或以增值為導向的長期投資。為了分散風險，要根據投資規模的大小，建議獨立的投資組合，或者建議通過單位信託基金進行投資。由於投資人都關心淨收益額，也要同時向他們提供稅務計劃方面的意見。

一個典型的配套可包含下列特徵：

- 投資在離岸中心的省稅投資。
- 在這類離岸中心的普通儲蓄存款。
- 計劃未來的免稅收入。
- 為免稅的退休年金籌備充足的資金。
- 為投資人及其家屬提供人壽保險。
- 為購買房屋籌措資金，並安排省稅的抵押。
- 安排子女的學費。
- 建立信託管理，使受益人承受遺產免交遺產稅。

### (3) 使港元與貿易加權的一籃子貨幣掛鈎

維持一個釘住一籃子貨幣的匯率，是一項複雜的工作。隨著像香港這樣一個動態經濟的貿易模式中不斷發生的變化，對加權本身就必須不斷地予以審核。公眾未必能恰當地了解貿易加權比率的概念，而定期調整這比率將有損於人們對這一制度的信賴。一籃子貨幣的構成，還有可能被各種政治動機所左右。

此外，及時收集市場信息所引起的額外費用，將推高鈔票發行和匯率行情報價的成本。但對這一制度的最具說服力的阻礙，也許是人民幣不能自由兌換這一事實。既然如此，任何一籃子貨幣中就不能包括人民幣。勿需贅言，如果香港最大的貿易伙伴——中國的貨幣不在其中，一籃子貨幣的模式便不能實行。

### (4) 把港元歸納於人民幣

米爾頓·弗里德曼 (Milton Friedman) 預言在 1997 年後，港元將歸納於人民幣一類，這主要是出於政治上的考慮。格林活 (Greenwood) 也預言兩種貨幣的統一，但將以更為緩慢的步伐進行，比如說 10 至 15 年。<sup>8</sup> 此外，必須緊記的是，新成立的世界貿易組織 (World Trade Organization) 並不是聯合聲明的其中一方。因此它可能理解兩種貨幣（人民幣和港幣）為中國隱蔽的雙重貨幣體系的組成部分。這種做法原則上是不被容許的，因為一個國家可以通過擁有多於一個匯率而獲取不公平的貿易好處。因此可以想像到，在將來某個時間，港元不得不歸納於它的祖國貨幣之中。

不過，香港如果沒有自己單獨的貨幣，在《基本法》中得到保證的「一國兩制」模式便會毫無意義。在這方面，值得注意的是，中國副總理朱鎔基先生曾向香港金融管理專員的任志剛先生保證，香港將繼續擁有單獨的貨幣。<sup>9</sup> 無論如何，關於許多三年和五年期的外匯基金票據，已在得到中國同意下，遠在 1997 年後方到期。所有這些事實表明，中國並沒有即時計劃把港元和人民幣融合在一起。

綜上所述，儘管目前的貨幣制度存在著某些內在的弱點，但在中期內看不出會有根本的改變，儘管實際的掛鈎匯率有時也許不得不予以重新確定。這一制度在 1983 年關鍵時期的表現不負眾望，並且可以說贏得了繼續存在的權利。可供選擇的各種制度可能有某些經濟上的優點，但都不足以更好地去應付由信心危機造成的局面。同時，除非發生重大的經濟波折，香港聯繫匯率制度在可預見的將來應繼續是官方金融政策的基石。

## 海外港元的問題

正如我們在第四章已看到，近期港元在香港境外的珠江三角洲及澳門的使用率正在迅速上升。雖然沒有廣東的數字和資本轉移進／出香港的統計數字可供參閱，但在 1993 年香港貨幣佔澳門貨幣供應和銀行存款的一半以上。<sup>10</sup> 據一位領袖銀行家估計，在 1993 年後期，香港的鈔票和硬幣中，約有三分之一在中國境內，而不在本地銀行體系之內。<sup>11</sup> 更主要的是，有人曾建議港元應當跨越邊境成為深圳經濟特區的法定貨幣。

顯然，大量港元在境外流通，而超出香港金融管理專員的控制範圍，對香港金融體系會帶來潛伏的負面影響，從長遠看，甚至可能對聯繫匯率制度構成威脅。同時，中國在香港的利益集團也持有龐大港元數額。因此，任何於將來在香港或中國發生的重大危機，會使這些資金在極短期的通知下被提走，因而使香港貨幣市場陷入一片混亂之中。

但根據香港金融管理專員的估計，在 1993 年中國大陸持有的港元額僅為 150 億元。<sup>12</sup> 因此，這一數字相對於同期香港以 M2 計算的貨幣供應量達 17620 億元和按 M3 計算的 18210 億元來比較，是微不足道的。即使按狹隘定義 M1 統計的貨幣供應量 1880 億元作計算，所估計在中國持有的港元也只佔微弱的 8%。如果使港元成為深圳經濟特區法定貨幣的建議能夠實現，勢必要在有充分後備和得到中國金融當局完全合作的情況下，印製更多的港元鈔票。

中國大陸的存款人突然提取在本港的港元存款，這問題其實也並不是想像中那麼嚴重。不會造成多大的問題。在 1993 年的大批初次公開招股時期，香港金融管理專員通過向市場注入 400-500 億港元的方法，很輕鬆地解決了市場銀根持續緊缺的問題，這在第六章中已作闡述。無論如何，外匯基金的大量儲備，足以承受此類機能失調，而不費吹灰之力。

## 銀行同業利率協議

人們也許記得，在 1960 年代，利率不受控制地螺旋式上升，引發了一連串的銀行危機。隨後，當時所有在香港營業的持牌銀行，不論是「認可」銀行還是「非認可」銀行，一致同意成立一個有關公眾存款的利率協定，以剷除不健康的和往往是「你死我活」的競爭。同業利率協議起初是由外匯銀行公會