

# 亞洲金融風暴對中國和香港的影響和啟示

饒鋒度

## 一 引 論

亞洲金融風暴自去年5月中在泰國爆發以來，現已歷時九個月之久，在執筆時(2月下旬)，雖初現紓緩的跡象，但仍未能說已基本平息。

從其發展的進程而論，此次危機可分為幾個階段。第一階段由1997年5月中至7月2日，主要集中在泰國。第二階段由7月2日至11月初，泰國危機迅速蔓延至其他東南亞國家和地區，主要是東盟的成員國。泰國和印尼先後向國際貨幣基金(IMF)求援，菲律賓則早在危機未爆發前已接受IMF的數量較小的援助。第三階段是11月初至年底，危機蔓延至東北亞的日本和韓國。12月初，韓國亦被迫向IMF求助。第四階段從今年年初開始至2月，東南亞的金融風暴再起，印尼的危機尤其引起國際關注。在IMF和美國的援助和敦促下，印尼承諾改革。第五和最近階段從2月2日開始，亞洲金融危機出現曙光，匯市和股市止跌回穩，但危機仍未根本解決，印尼仍是焦點。

從此次危機的症象而論，主要表現在：(一)本幣對外幣(特別是美元)大幅下跌；(二)資產市場(股票市場和地產市場)價格暴跌；(三)銀行和其他金融機構(如證券公司、保險公司)倒閉或不穩等等。從地理分布和時間來看，此次受金融危機波及的亞洲國家和地區，至少有10個，是繼1992-1993年歐洲匯率體系危機和1994-1995年墨西哥危機以來，範圍最廣、為時最長的國際金融危機。

由於篇幅和時間所限，本文主旨在研討亞洲金融危機對中國內地和香港的影響，以及中港所應採取的對策和汲取的教訓。

亞洲金融風暴自去年5月中在泰國爆發以來，仍未平息。此次危機的症象主要表現在：(一)本幣對外幣(特別是美元)大幅下跌；(二)資產市場(股票市場和地產市場)價格暴跌；(三)銀行和其他金融機構(如證券公司，保險公司)倒閉或不穩等等。

## 二 對中國的影響和啟示

先從中國說起。自從去年7月亞洲金融風暴全面爆發以來，人民幣匯率一直非常穩定，人民幣和港幣是亞洲僅存未對美元貶值的貨幣。表1顯示亞洲主要貨幣對美元的匯率。從表1可見，人民幣對美元基本持平，甚至有小幅升值。

表1 亞洲主要貨幣對美元匯率

貨 幣	1997年7月1日	1998年2月23日	升值 (+) 貶值 (-)
人民幣	8.29	8.2792	*
港元	7.7452	7.7472	*
印尼盾	2,432.63	8,900	-72.6%
日圓	114.96	128.6	-11.6%
韓圓	887.8	1,661.00	-46.0%
馬元	2.5247	3.825	-34.0%
菲披索	26.36	40.63	-35.1%
坡元	1.4305	1.658	-13.7%
新台幣	27.8	32.873	-15.4%
泰銖	24.7	44.95	-45.1%
印盧比	35.8	39.16	-8.6%

\*變動小於 0.5%

本港和西方的一些傳媒不斷在揣測或渲染人民幣貶值的可能性。這些人的論據是由於亞洲各國或地區貨幣大幅貶值，影響了中國的出口競爭力，所以人民幣遲早非貶值不可。而且中國銀行體系壞帳問題嚴重，可能爆發危機。但從中國的對外收支情況來說，觸發金融危機的可能性極小。

但本港和西方的一些傳媒不斷在揣測或渲染人民幣貶值的可能性。這些人的論據是由於亞洲各國或地區貨幣大幅貶值，影響了中國的出口競爭力；再加上中國銀行體系壞帳問題嚴重，可能爆發危機，所以人民幣遲早非貶值不可。事實真相又如何呢？

從中國的對外收支情況來說，自1994年人民幣匯率改革以來，無論貿易、投資和外匯儲備都有良好進展。特別是貿易順差繼續增長，使外匯儲備增至1,399億美元(1997年底)，為1994年的2.7倍，外儲對進口比率從5.4月增至11.6月。中國的外債餘額約為1,240億美元，但長期外債佔88.5%，短期外債僅佔11.5%，這與韓國短期外債高達85%有根本分別，因此，因外債觸發金融危機的可能性極小。

去年上半年，利用外資金額已有下降趨勢，全年400億美元，較1996年為低，但貿易順差則高達403億美元。總的來說，1998年中國仍可保持國際收支的順差。國家信息中心預測，今年外儲仍可增260-280億美元。今年1月數據顯示，中國出口達113億美元，增長8.8%，進口86.9億美元，順差為26億美元。

就國內經濟情況來看，自實行「適度從緊」的貨幣政策以來，從1994-1997年第二季度這段時期，M0(現金流通量)、M1和M2的每年增長量分別從24.3%、26.8%和34.4%降至19.0%、20.6%、19.1%。全國零售物價上漲率從21.7%下降至0.9%。居民消費物價上漲率從24.8%降至5.6%。工業產量增長率從24.2%降至14.3%，固定投資從36.8%降至13.2%。國內生產總值(GDP)的實質成長率從1994年的12.6%降至1997年的8.8%，今年可能再降至8%。這是較為合理和可持續的增長速度。中國在1997年達到了「軟著陸」的政策目標，通脹問題得到基本控制。

再從外匯管理制度來看，人民幣只是在經常項目下可自由兌換，在資本項目下仍受嚴格管制。大規模資金流動和大規模的人民幣投機是不可能的。目前，外商在華投資主要限於直接投資。外資在資本市場活動僅限於境外上市的股票和國內發行的B股，中國仍不容許外資購買國內債券或發行債券股票。中國也嚴格限制居民購買境外證券。

近幾個月，中國國家主席江澤民、副總理朱鎔基和其他財經負責人，均曾公開宣稱人民幣不會貶值。中國對人民幣不貶值的承諾，獲得國際好評，IMF、美國財長魯賓(Robert Rubin)等，均公開表示歡迎和讚賞。

總之，無論從甚麼觀點來看，由於中國的外貿、外儲、國際收支、通脹、經濟增長的情況大致良好，加上對外匯和資本市場仍保持嚴密控制，人民幣並無貶值的壓力，亞洲金融危機對人民幣的衝擊也有限。

這並非說中國內部並無隱患。首先，亞洲各國貨幣競相貶值，可能影響中國的出口競爭力。但我們對這問題應有客觀的、全面性的分析。必須指出，名義貶值並不能立刻刺激出口。例如，印尼、泰國和韓國貨幣雖大幅貶值，但許多企業外債纍纍，接近破產邊緣，難道這些國家就能在國際市場上縱橫無敵嗎？而且，貨幣大幅貶值後，勢必增加進口成本，刺激通脹，從而削弱了真正的競爭力。所以經濟學家認為，決定出口競爭力的是實質匯率(Real Exchange Rate)，即經過相對物價調整後的匯率，而非名義匯率(Nominal Exchange Rate)。中國有效地控制了通脹，本身便是提高競爭力的因素。第二，中國工資目前仍低於其他貨幣業已貶值的亞洲國家。誠然，沿海各省和大城市的工資已上升不少，但北部、中部、西部各省的工資仍然偏低。事實上，中國也鼓勵外商(包括港商)向內地非沿海省份投資。總之，即使亞洲各國大幅貶值，中國仍享有相對比較成本優勢。第三，中國可通過其他非貶值手段提高競爭力，如：改善勞動生產率和企業效益，提高出口退稅率，將生產線轉移到工資較低地區，調低銀行利率，對外商進口機器和高科技設備免稅等等措施。第四，紡織和成衣出口反正受配額所限，受匯率影響不大，出口形勢並非如某些人所說的那麼悲觀。

另一隱患是銀行體系的壞帳或不良資產問題，這已是多年來的公開秘密。人民銀行行長戴相龍最近透露，中國銀行體系的呆帳約為5-6%。壞帳問題主要與國企虧損和一些大城市的地產泡沫有關，中國政府已採取措施解決這問題。人民銀行已通知商業銀行，要求在未來五至七年間，每年將呆壞帳率降低

由於中國的外貿、外儲、國際收支、通脹、經濟增長的情況大致良好，加上對外匯和資本市場仍保持嚴密控制，人民幣並無貶值的壓力，亞洲金融危機對人民幣的衝擊也有限。因此，近幾個月，中國國家主席江澤民、副總理朱鎔基和其他財經負責人，均曾公開宣稱人民幣不會貶值。

2-3%。今後三年，將用1,600億元沖銷呆帳。去年11月中旬舉行的中央金融工作會議，已確定防範和化解金融風險為宏觀調控的緊迫任務。其他採取的措施包括重組央行組織架構，增強央行獨立地位，取消國有商業銀行的貸款配額，實行資產負債比例管理和風險管理，改革存款準備金制度，充實商業銀行的資本，加快國有商業銀行的商業化步伐，取締違法金融機構等。中國金融改革的總體目標是用三年左右時間建立和經濟發展相應的金融機構體系、金融市場體系和金融調控監管體系。還必須指出，由於國內銀行絕大多數是國有銀行，存款實際上由政府擔保，因此存戶擠兌風潮的可能性也極小。

中國受亞洲金融風暴的直接影響雖然較小，但中國從此次危機可以得到不少啟示，應積極汲取以下的教訓。

首先，中國因仍保持外匯管制和資金移動的限制，幸而避免了匯市投機的浩劫。由此推論，人民幣全面自由兌換的日程表恐須推遲。這並非說金融自由化不可行，而是說在未具備先決條件前就盲目推行金融自由化，反而會引起災難。例如70年代初主張金融自由化最力的美國經濟學家麥京能(Ronald McKinnon)，鑒於第三世界迭次發生金融危機，在其近著《經濟自由化的程序》(*The Order of Economic Liberalization*)中也修正其觀點，認為金融自由化應循序漸進，不可急躁從事。多數經濟學家同意，在外匯管制未完全撤銷之前，應先建立健全和透明的金融監管制，控制財政赤字，改善宏觀調控機制，積累和維持強大的外匯儲備。中國目前的外儲達1,399億美元，以絕對量而論，在全球排名第二。但以中國之大，外儲在未達至少3,000億美元之前，很難實行人民幣的全面自由兌換。

全面金融自由化的推遲，絕不意味金融改革便可暫時擱置。相反，目前最突出的問題，即銀行壞帳問題，中國政府應以高度的迫切感，力爭在三至五年內基本解決這問題。銀行應真正商業化，不再成為「奉命貸款」的機構。銀行壞帳又與國企虧損分不開，所以銀行改革又非與企業改革結合不可。

中國的外債目前估計約為1,240億美元，雖然如本文指出，絕大多數為長期債務，而且各項外債指標均在安全線內，但鑒於韓國、泰國和印尼的經驗，今後在發行外債方面應採取更審慎的政策。在吸引外資(包括港資)方面，中國應限制外資盲目流入投機性較高的房地產業，也應監管銀行和其他金融機構對此行業的過度信貸，以防止地產業泡沫的惡化。中國亦應加強監察和防止資金外逃的現象。

任何能有效防禦金融風暴的經濟，必有一套健全的金融監管和風險管理體制，其金融法規、政策和措施非但規範化，且具極高的透明度，才能獲得國內民眾和國際投資者的信任。顯然，中國在這方面距離國際水準尚遠，亟須努力改善。

在亞洲金融風暴之前，中國政府對「韓國模式」頗為欣賞，甚至有模仿該模式扶植「五百強」大型企業的構想。但此次危機揭穿了「韓國模式」的神話。在此模式下，南韓的大財團依仗政治特權大事舉債、盲目擴張、不顧效益的做法，

在亞洲金融風暴之前，中國政府對「韓國模式」頗為欣賞。但此次危機揭穿了「韓國模式」的神話。在此模式下，南韓的大財團依仗政治特權大事舉債、盲目擴張、不顧效益的做法，終於闖下大禍。如果中國政府對「韓國模式」仍然存有幻想的話，那麼現在該是覺醒的時候了！

終於闖下大禍。如果中國政府對「韓國模式」仍然存有幻想的話，那麼現在該是覺醒的時候了！

### 三 對香港的影響和啟示

作為一自由港，香港經濟是對外開放性最高的，對外貿易總值等於本地生產總值的245%。由於香港沒有任何外匯管制，資金可以完全自由出入，香港又是亞太區的主要國際金融中心之一；因此，香港受到亞洲金融風暴的衝擊較為直接和嚴重。

作為一可完全自由兌換貨幣的港幣，國際投機者數次企圖推翻聯繫匯率制均告慘敗，港幣始終固如磐石。香港自1983年10月17日實行聯匯制以來，幣制是「通貨發行局」(Currency Board)的一種形式。在此幣制下，本幣發行須先有一國際貨幣的十足準備。因此，這一制度具有自動調節貨幣量、維護既定匯率的機制，其運作與金本位大致相同(只是美元代替了黃金而已)。目前，香港的外儲等於流通紙幣的7.4倍和10個月的留用進口。除此以外，香港政府並無外債，亦無財政赤字，反而有龐大的財政儲備。發生金融風暴這半年多來，香港的外匯儲備由1997年7月的817億美元增加到1998年1月的981億，在世界排名僅次於日本與中國，居第三位。

另一個重要因素是，中國政府在回歸前後一貫堅決支持聯匯制，並多次表示，如有需要將採取實際行動支持港元。回歸當天，中央政府準時地將淨值1,971億港元的土地基金移交給香港特區政府。中央政府此舉大大增強香港的外匯和財政儲備，亦鞏固了人們對港元的信心。

自從80年代銀行危機後，港府銳意整頓銀行金融業，加強監管。目前，香港銀行業的平均資本充足比率為17.8%，較巴塞爾協定所規定的最低8%比率高出兩倍以上。最近的百富勤和正達兩所證券投資公司的清盤，只是孤立事件，對整個銀行業並無影響。

香港的聯匯制，強大的外匯和財政儲備，管理完善的銀行體系，高度透明及嚴謹的金融監管制度，和穩健的財經政策，保證了港元和整個金融體系的安全、穩定和香港作為國際金融中心的地位。

當然，也應該看到，香港為捍衛港元也得付出相當代價。在聯匯制的運作下，利率不能不上升，以擊退投機者和保障幣值。在去年10月23日投機風暴達最高峰時，同業拆息率(HIBOR)一度升至300釐。雖然這只是瞬間的事，但同業拆息率一直偏高。最優惠利率提高兩次，每次均為3/4釐，達目前的10.25釐。

在利率高攀的情勢下，資產市場大受衝擊。股票市價自去年8月7日恆生指數破16,673紀錄後即不斷下跌，最甚時跌至今年1月12日的8,121，即總共下跌了51.3%。樓價較最高峰時也下跌了三成左右。這樣巨大的調整勢必產生「負財富效應」，對消費和零售市場有不利影響。利息負擔當然更直接影響消費意欲。

香港為捍衛港元，也付出相當代價。在聯匯制的運作下，利率不能不上升，以擊退投機者和保障幣值。在利率高攀的情勢下，資產市場大受衝擊。股票市價自去年8月7日至今年1月12日，總共下跌了51.3%。樓價較最高峰時也下跌了三成左右。這樣巨大的調整勢必產生「負財富效應」，對消費和零售市場有不利影響。

對今年經濟的展望，除了公共部門基建投資不受影響外，私營部門的消費和投資難免向下調整。我個人的估計是，今年經濟實質成長率將從去年的5.2%降至3.5%，失業率從2.3%升至3%，但通脹率則可望從6.5%降至5%。香港經濟放緩，當然是相當令人失望的，但和其他瀕於破產的亞洲國家相較，香港已是十分幸運的了。

香港股市受到亞洲金融風暴衝擊，間接也對中國不利。恆生香港中資企業指數，較最高峰時曾下跌達72%；恆生中國企業指數，較最高峰時曾下跌達63%。這一類勢必然會影響國企H股來港上市，也會影響國企改革的步伐。

現在令人較為關注的，是香港的樓市問題和競爭力問題。過去樓價狂升，固然對香港經濟有害，但樓市狂跌，也會危害銀行體系和實質經濟。事實上，香港樓價已自高峰普遍跌了三成，再下降5-10%也是可能的。樓價跌到此地步，置業者負擔能力比率大為改善。與日本、泰國等國大批住宅和商廈空置、無人問津的情況不同，香港住宅供應仍然不足，因此跌價以後，便會吸引買家。其他如人口、社會、經濟各方面因素均有利於樓宇需求（內地居民合法入境限額增加，中國經濟高速成長，本港下一代傾向組織小家庭，經濟維持正增長率，失業率仍低等等），因此像80年代初期樓市崩潰的現象是不可能重複的。

另一有利樓市的因素是按揭公司 (Mortgage Corporation) 的成立。按揭公司已發行200億元的債券，用以購買銀行的按揭貸款，這樣可改善銀行的流動資金和「錯配」(mismatch) 現象。在時機成熟時，該公司可將按揭貸款證券化，轉售予投資人士。港府在1991年開始的七成按揭上限政策，當時雖廣受業界批評，但從此次亞洲金融風暴的經驗可見，如果不是有這防範性措施，後果將更為嚴重。

關於香港在亞洲各國貨幣大幅貶值後所面臨的競爭力問題，上節關於中國的競爭力的分析，亦有部分適用於香港。我已說過，決定相對競爭力的是實質匯率而非名義匯率。實質匯率指數可分兩種：一種是以國際貿易商品 (Tradables) 價格指數估算，另一種是以消費物價指數估算。如實質匯率指數上升，表示競爭力降低；反之，則表示競爭力增加。如以1994年1月為基期，則1997年底，第一種指數為91.4，和7月的88.6相差無幾，但遠較基期的為低。第二種指數在1997年底為116.0，較7月的108.8為高，但增幅不大。不過，這些數據，尚未將其他亞洲國家大幅貶值後通脹加劇，和香港通脹下降的效應充分估計在內。

香港的經濟結構和出口商品結構，與其他多數亞洲國家不同。香港目前已是服務性行業主導的經濟，服務業佔本地生產總值 (GDP) 的84%左右。而且，紡織和成衣 (1996年仍佔港產出口總值的39.2%) 仍受世界貿易組織紡織與成衣協定 (WTO Agreement on Textiles and Clothing) 下配額的限制，因此受匯率的影響仍然有限。

無論如何，香港不能靠貨幣貶值來提高競爭力。由於香港依賴進口程度極高，一旦貨幣貶值後，勢必刺激物價工資全面上漲，反而削弱競爭力。而且與美元匯率脫鈎後，信心崩潰，香港將重演1982-1983年的港元危機，並步南韓、印尼等國的後塵。香港只能以加強培訓、運用新科技、減輕成本等手段來提高

按揭公司的成立，可改善銀行的流動資金和「錯配」現象。在時機成熟時，該公司可將按揭貸款證券化，轉售予投資人士。港府在1991年開始的七成按揭上限政策，當時雖廣受業界批評，但從此次亞洲風暴的經驗可見，如果不是有這防範性措施，後果將更為嚴重。

勞動生產率。幸虧，香港的靈活性和適應性是全球聞名的，過去五十年來均能逢凶化吉、安渡難關。在最近一次的景氣調整中(1994-1995年)，實質工資下降3%。香港最令人詬病的是樓價和租金過高，但最近數月來的調整，短期內雖相當痛苦，但就長期而論卻對香港有利。

香港並非首次經歷金融風暴。80年代初期，本港在「信心危機」的陰影下，同時經歷空前的港元、銀行和財政的三大危機。為備忘起見，表2簡略地比較香港在1982-1984和1997-1998兩個時期所面對的危機。

表2 80-90年代香港經歷的兩大危機之比較

時期	1982-1984年	1997-1998年
性質	香港本身的政經危機	亞洲金融危機波及本港
前途問題	中英談判期間極不明朗	回歸過渡順利，九七問題已成陳迹
信心狀態	香港陷入深刻的信心危機中	無信心危機，但亞洲金融風暴使信心轉弱
國際環境	美歐經濟不景，墨西哥債務危機爆發，美國醞釀巨大的銀行及儲貸社危機	中美經濟強勁，日本疲弱，亞洲金融危機持續
中國對香港態度及政策	中英談判期間，中國政府認為香港危機應由港英政府負責解決	積極支持香港特區政府和聯匯制
港元匯率	聯匯制未建立前，港元不斷貶值，對美元匯率從5.7貶至9.6	港元極穩定，對美元匯率在7.71-7.76間窄幅波動
外匯儲備	1982年底為64億美元，1983年底為58.7億美元，1984年底為64.7億美元	1998年1月為981億美元
財政儲備	1982年為178億港元，1983年為142億港元，1984年為137億港元	1998年3月底估計為4,456億港元
外債	港府無外債	港府無外債
銀行體系	銀行體系不穩，有7間「問題銀行」被政府接管，或擔保後轉讓	無銀行危機，港基銀行在1997年11月一度受擠提，但旋即平息
其他金融機構	18間接受存款公司(財務公司)倒閉或清盤	百富勤及正達兩間證券公司清盤
財政狀況及稅率	港府因兩年赤字而加稅2%	1998-1999財政預算案中，將利得稅減0.5%，並有其他各項寬減
銀行利率	銀行最優惠利率最高達17%	加息兩次後，最優惠利率升至10.25%
股票市場	恆指從1981年最高峰的1,810不斷下跌至1982年的最低點676，即共下跌62.7%	恆指從1997年8月7日的最高峰16,673跌至1998年1月12日的8,121，即共下跌51.3%

無論如何，香港不能靠貨幣貶值來提高競爭力。由於香港依賴進口程度極高，一旦貨幣貶值後，勢必刺激物價工資全面上漲，反而削弱競爭力。香港只能以加強培訓、運用新科技、減輕成本等手段來提高勞動生產率。

地產市場	樓價地價從1981年高峰下跌五成至九成(視地區而定)	從1997年高峰，樓價平均下跌約三成，租金平均下跌兩成
移民問題	自1982年起，外流移民不斷增加	外流移民減少，回流移民增加
資產轉移	外幣存款佔存款總額比率從1980年的13.8%銳增至1984年的45.6%	外幣存款比率穩定，維持在43%左右
長期基建	放棄新機場計劃	新機場1998年夏完成，其他大型基建將陸續動工

如表所示，無論從甚麼角度來看，香港在1982-1984年的處境都要比現在惡劣得多。例如：當時受「九七問題」困擾，人才資金大批外流，外匯儲備僅為64億美元，財政儲備從178億港元降至137億港元，多間銀行不穩而受接管，港府因財政赤字而加稅2%，又因前途不明而放棄新機場計劃等等。但現在，「九七問題」已成陳迹，人才回流，外儲高達981億美元，為當時的15倍，財政儲備高達4,456億元，為當時的32倍，新預算案有多項寬減，新機場即將竣工，其他大型基建亦將陸續動工。當時危機之深，我們也照樣熬過來了，現在香港不過是受亞洲金融風暴波及而已，港人應保持冷靜和自信，如果輕信謠言，自亂陣腳，反會引起經濟學上所說的「自我實現的預期」(self-realizing expectations)，加深經濟或金融危機<sup>①</sup>。

在回歸後，香港仍然保持各方面的傳統優勢。去年年底，美國傳統基金會(Heritage Foundation)在其「1998年經濟自由指數」報告中，指出香港在156個國家和地區中，仍是經濟自由度最高的。去年9月下旬，IMF和世界銀行在香港舉行聯合年會，全球政經要人來港參加者達19,000人，盛況空前，大大增強了香港的國際金融中心地位、形象和聲譽。港府工業署最近調查，1997年在香港設立亞太區總部的跨國公司，高達935家，較1996年增加了百餘間，是亞太區總部數目最多的都市<sup>②</sup>。過去十五年來，其他中心利用「九七問題」取代香港的企圖，可說是完全失敗了。

當然，香港不應躊躇滿志，相反，香港應虛心地汲取此次風暴的教訓，從困境中開闢新的坦途。

第一，香港金融管理局在此次風暴中，成功地捍衛港元匯率，多次擊敗了投機者的狙擊，厥功至偉。但去年10月23日「黑色星期四」，同業拆息一度扯高至300釐，震動了整個金融體系，為金融界和輿論所非議。金管局則辯稱並未「挾息」，只是未向同業市場注資而已。然而，金管局確曾向銀行提出嚴厲警告，不得向「流動資金調節機制」(Liquidity Adjustment Facility，等於其他國家的「貼現窗」)經常求貸，參與投機活動，否則將對之採取高息處罰，這使銀行驚悸過度。後來，金管局澄清「經常求貸」的意義後，拆息才徐徐回落。事後港府亦知道聯匯制運作有可以改善之處，財政司司長曾蔭權乃於11月12日特邀大專院校的十名經濟學者座談<sup>③</sup>。當然，一次座談不可能就解決問題，但財經當局能多

無論從甚麼角度來看，香港在1982-1984年的處境都要比現在惡劣得多。現在香港不過是受亞洲金融風暴波及而已，港人應保持冷靜和自信，如果輕信謠言，自亂陣腳，反會引起經濟學上所說的「自我實現的預期」，加深經濟或金融危機。

與學術界溝通總是好事。目前經濟最大的問題是利率高踞。香港與美國之間的息差，最優惠利率是175基礎點，存款普遍為300基礎點以上，外匯基金債券與美國國庫券則為430基礎點。我個人認為，在維持和穩定聯匯制的大前提下，任何能增加信心、降低利率的建議或方案，當局均應認真研究和考慮。

第二，香港一向奉行審慎的財政金融政策，既無外債，又有強大的外匯和財政儲備，與此次亞洲危機的起源無關。但無可諱言，自1997年上半年開始，香港的資產市場已出現了泡沫現象。恆指漲至16,673時，平均市價盈利率已超過20倍，顯然偏高，而紅籌股更高至50倍以上。樓價更加離譜，動輒每尺萬元以上，已與經濟和市民購買力脫節，予國際投機家可乘之機。但股價跌了一半，樓價跌了1/3以上時，基本上已達合理水平，樓價如再暴跌，便會影響銀行系統和港元的穩定。特區政府成立後不久，便宣布每年建屋85,000單位的長期策略，穩定樓價，動機極佳，但可惜「生不逢時」，正好遇到亞洲金融風暴惡化，樓價開始暴跌。至今年1月，百富勤和正達事件相繼爆發後，人心惶惶，國際投機家大肆活動。這些炒家明知直接狙擊港元無法得逞，乃轉而採用「搞垮樓市，拖垮銀行」的迂迴戰術，然後再推翻聯匯制。港府有鑒於此，於是自特首董建華以下的高官，發表了「彈性處理」賣地和穩定樓價的言論。今年財政預算案，又容許購屋自住者利息扣稅。這些措施絕非意味政府對地產商特別厚愛，但時至今日，問題已發展到影響銀行與港元的地步。在樓價暴跌了三成至四成左右的基礎上將之穩定，是對整個香港經濟都有利的政策。港府所應汲取的教訓是，應及早預防「泡沫現象」，在擬訂政策時，應將一些突發事件的可能性預計在內。

第三，港府在80年代銀行危機後銳意整頓銀行業，使銀行經營和監管制均大為改善。但百密一疏，今年1月卻出現百富勤和正達兩間證券投資公司倒閉事件，顯示證券業的監管不夠周密。1987年股災後，港府曾成立證券業檢討委員會，但其報告現已過時。港府現應考慮成立新的證券業檢討委員會，重新研究本港證券業的運作、監管和前途。港府亦應成立證券業保險制，代替目前聯交所效用不大的賠償基金，並加強證券公司附屬財務公司的監管。最後，董特首在其施政報告中提出的「投資者資源中心」，應早日落實，使廣大中小投資者能獲得充分的資訊和諮詢服務。總之，證券業是香港金融業重要的一環。證券業如經營不善，不但使客戶損失，也使本港金融中心美譽受損。

自1997年上半年開始，香港的資產市場已出現了泡沫現象。恆指漲至16,673時，平均市價盈利率已超過20倍，顯然偏高，而紅籌股更高至50倍以上。樓價更加離譜，動輒每尺萬元以上，已與經濟和市民購買力脫節，予國際投機家可乘之機。

## 四 結 語

六十多年前，奧國經濟大師熊彼得 (Joseph Schumpeter)，在其名著《貨幣真詮》(Das Wesen des Geldes) 中，寫下一段意味深長的文字：「最能顯示一個民族的性格的事，莫過於其管理貨幣的方式。」(“Nichts sagt so deutlich, aus welchem Holz ein Volk geschnitzt ist, wie das, was es währungspolitisch tut.”) ④

熊彼得這句名言大概是在1932-1933年間寫的。那時，因華爾街股市暴跌所觸發的世界性大蕭條已開始，1930-1933年間，美國有九千家銀行倒閉或清盤。1931年春，奧國最大銀行Kreditanstalt倒閉，引起歐洲的銀行危機。同年9月，英國宣布脫離金本位，其他各國紛紛跟隨，並競相貶值貨幣以轉嫁經濟危機，掀起了第二次世界大戰的序幕。熊彼得的話顯然是有感而發的。如果他今天在世，目睹中國和香港在亞洲金融風暴中堅持捍衛幣值，拒絕以貶值貨幣的方式來轉嫁危機，並積極參與IMF援助泰國和印尼的計劃，履行國際義務，一定會十分讚賞的。

耶魯大學管理學院院長伽騰表示，香港現已成為穩定亞洲金融的中流砥柱。如果聯匯制不保，人民幣也會隨即大幅貶值，勢將又掀起新一輪的亞洲貨幣貶值之風，可能拖垮美歐的經濟。他的看法和數月前美國不少學者質疑聯匯制的立場完全相反。可見美國有識之士也終於認識到香港金融穩定的重要性，這是可喜的現象。

今年1月27日，美國耶魯大學管理學院院長伽騰 (Jeffrey Garten) 接受CNN電視訪問時，表示香港現已成為穩定亞洲金融的中流砥柱。如果聯匯制不保，人民幣也會隨即大幅貶值，勢將又掀起新一輪的亞洲貨幣貶值之風，可能拖垮美歐的經濟。他的看法和數月前美國不少學者質疑聯匯制的立場完全相反。可見美國有識之士也終於認識到香港金融穩定的重要性，這是可喜的現象。上節談及財政司司長邀見的十位本港經濟學家，儘管他們對如何改進聯匯制的運作有不同意見，但在維持和加強聯匯制的根本問題上，觀點卻是一致的。

然而，在本港和國際間，還是有一股勢力，處心積慮地打擊和企圖推翻聯匯制。據說，自去年7月以來，在港營業以投機為能事的對沖基金 (Hedge Funds) 的經理和分析員間，流行以下的口頭禪：「香港有安定，我們無繁榮。」這些人的自私、貪婪和唯恐香港不亂的心態，於此可見一斑。

幸虧香港是經得起考驗的，本文所引述的大量數據和事實足資證明。回歸之前十五年間，不斷衝擊和困擾香港的種種危機和憂患，不是一一被克服了嗎？形形色色的「香港末日」式的預言，不是一一落空嗎？雖說世事難料，但筆者可以斷言：如中國和香港能汲取亞洲金融風暴的教訓，切實地施行必要的改革與防範措施，則風暴平息後，中國和香港的經濟都將最先復元。

### 註釋

① 「自我實現的預期」現象在經濟衰退或繁榮期都可發生。例如，當人們預期樓價上升而爭相購樓時，樓價便會暴升。1996-1997年香港便發生此一現象。

② 見Industry Department, *1997 Survey of Regional Representation by Overseas Companies in Hong Kong*.

③ 這十位經濟學者是：中大的廖柏偉，宋恩榮；科大的陳乃虎，陳玉樹，陳家強，鄭國漢，雷鼎鳴；城大的何焯基；浸大的曾樹基；和筆者本人。

④ Joseph Schumpeter, *Das Wesen des Geldes* (Göttingen: Vandenhoeck & Ruprecht, 1970), 2.