

## 回顧香港金融「逢五逢十」的「那些年」

任志剛 前香港金融管理局總裁

相信大家都有個習慣，便是在適逢五周年或十周年時，緬懷一下值得紀念的重大事件。在香港的金融歷史上，令人難忘的事情剛好每五年都有發生。雖然我的記憶力已經隨着年紀增長而逐漸減退，但香港金融大事，在我腦海中仍然歷歷在目。在這裏和大家分享一下。

**聯繫匯率制度成立的40周年(1983)**  
當年，國家在1997年對香港恢復行使主權的過渡安排，尚待中英雙方展開談判，金融市場信心薄弱，加上港英政府欠缺貨幣管理的機制、能力和工具，港元匯率不斷貶值，在9月下旬的兩個交易日，兌美元貶值了15%。及後，經過三個星期的研究，港英政府在10月中設立聯繫匯率制度，用貨幣發行局的安排，將港元與美元在7.80的固定水平上掛鉤。

**港英政府通過「新會計安排」首次建立官方貨幣管理機制的35周年**

(1988) 隨着貨幣危機在1983年爆發，是長達4年的銀行危機，有總共7家銀行需要立法接管或找「白武士」解救，分別是恒隆、海外信託、香港工商、嘉華、永安、遠東和康年銀行，及後還在1987年爆發股災和停市風波。5年的救火期，凸顯了金融改革的重要性。首個金融改革的項目，是1988年的「新會計安排」。這是一個極為重要的技術性改革，目的是將貨幣的控制權，從銀行體系清算行(滙豐銀行)的手中，收歸港英政府，大大提升了官方貨幣管理的能力，確保貨幣穩定。這亦是香港在金融領域上由「救火期」轉為「防火期」的分水嶺。

**成立香港金融管理局的30周年(1993)**  
在五年的「防火工作」中，當然包括機構改革，確保金融管理當局能有足夠的資源和人手，應付在敏感的主權過渡期或會出現而不可預測的金融

問題。這是在1993年成立香港金融管理局的主要原因。有幸香港金融管理局不負所託，成績有目共睹，於茲不贅。

**入市打大鱷的25周年(1998)**  
香港金融管理局成立後，居安思危的金融改革工作全速推行。在貨幣管理方面，分別強化機制和豐富工具。在保障銀行體系健全方面，實施風險為本的監管理念，率先引入資本充足要求，優化流動資金安排，及建立銀行同業即時支付系統，以減低銀行出現問題時的傳染性風險。一切準備就緒，以健全的金銀體系，安穩地迎接主權回歸。有趣的是，主權回歸並未帶來任何金融動盪，但金融危機卻不期而至。那是一場金融全球化帶來的亞洲金融風暴，大部分自由兌換的亞洲貨幣都成為攻擊的對象，固定匯率制度紛紛倒下，亞洲貨幣匯率大幅貶值，只有港幣匯率得以保持穩定。這一場匯率保衛戰，足足打了13個月。到

最後是在1998年8月下旬，在股票市場入市干預，成功抵抗了炒家在匯市和股市的雙邊操控，令炒家損手離場。

**香港人民幣離岸市場成立，人民幣國際化開始的20周年(2003)**  
擊退炒家後，金融改革繼續，香港金融進入發展期。亞洲金融風暴的出現，令香港樓市泡沫爆破，樓價持續下跌5年，樓按負資產宗數持續上升，到2003年中達10.6萬宗的高位。有幸的是，銀行體系仍然保持健全，改革方案仍可繼續推行，包括成立貼現窗，分階段撤銷銀行公會利率規則，和在2003年提交存款保障計劃條例草案。但不為人知的，是一個備用方案的擱置。隨着負資產情況在2003年第三季開始改善，這個精心策劃用以處理情況如果繼續惡化的備用方案最終給擱置了，情況沒有轉壞，令人欣慰。同年底，香港金融管理局搬進國金二期的新辦公室。我在那裏安排的第一件策

略性的盛事，便是人民幣離岸業務的開展。時至今日，香港人民幣離岸市場，是全球最活躍的，是人民幣國際化工作的主力場地。

**平穩渡過全球金融風暴的15周年(2008)**  
香港金融管理局不斷強化香港金融穩定和發展的頂層設計，包括在人民幣於2005年7月匯改前兩個月，在聯繫匯率制度引入強弱雙方的兌換保證。這些工作，都有利於應對日趨複雜的國際金融形勢。長期低息環境下尋求高回報的金融創新，在歐美鬆動的監管環境下，在2008年造就了一個波及全球的世紀金融風暴。香港國際金融中心不免受到衝擊。但豐富的備用方案和果斷的政策，令香港能夠安然度過。聯繫匯率穩如磐石。隨着五項臨時的流動資金支持措施，備用銀行資本安排，和為所有存款提供擔保的措施推出，鞏固了銀行體系的信心。

## 觀年初至今經驗 小心本季拋售潮

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

美國聯邦政府的停擺危機，時有發生，投資者或多或少已經習以為常。然而，這個過程，正好說明了當前的危機有多嚴重。

是，表面上，每次都能化險為夷，最終無驚無險，但其實只是自欺欺人，把整個壓力爆破點，一直延後，從現實角度看，總有一次是不能承受的，又或者陰差陽錯，談不攏就是談不攏，法案通過不了就是通過不了。

事實上，今次已經是相當接近後者的情況，只是當局最終要以又一非常手段，應付如此非常時期而已。

大家固然可以指望，假如非常手段可以出現，則一次不嫌多，兩三次亦不妨。情況一如外界對於量寬和超低利率年代的扭曲，已經逐漸習慣一樣。不錯，正如大家都知道，長此下去，總有一天，央行要扭轉局面，屆時的代價更大。

比方說，過去一兩年，美聯儲等各地央行，為壓低通脹而進取加息，收緊貨幣政策的力度，便是好例子。假如在之前可以有秩序地進行退市縮表，即使同樣有全球疫

情，同樣有供應鏈的不尋常變化，同樣有需求面的短暫打擊，卻可能根本不是同一程度的通脹預期。

無論如何，隨着全球疫情至今，全球資產布局已經有了明顯變化，由之前零利率，變為如今有正數的名義甚至實質利率，投資和消費以至生產各個環節的取態，只要涉及未來的決策，便有所不同，因為利率向上，意味着提早使用資源去做上述各樣行動的代價都在一直上升。

## 利率高企下的消耗戰

如此一來，大家要有心理準備，目前可能要打的是一場曠日持久的消耗戰，利率如此高企，絕大多數人的投資表現都不會理想，根本什麼都不做便有一定的無風險利率，已經令投資者沒有興趣冒上任何風險。

人同此心，心同此理，即使不算套牢，也要盡快找個時機出清，以



◆美聯儲等央行近日的表態，明顯是告訴大家不要太盲目以為最樂觀的情況一定出現。

資料圖片

免夜長夢多，等而下之，真的是套牢的更要盡快減持，以作止損，以此類推，試問風險資產的向上動力如何，不問而知。

尤其值得留意，在去年底或今年初，很多人認為美聯儲由75點子加息幅度收窄下來，已經意味加息周期完成，結果如何？即使由50點子退至25點子，甚至由25點子拖到偶爾一兩次不加息，也是折騰甚久，殊非易事。

## 央行步伐明顯被低估

前事不忘，後事之師。上半年很多人對於央行的步伐，明顯是低估

了，如今看來，第三季依然是，假如投資者仍然一廂情願，則難免第四季亦如是。相反，若第四季夢醒，則馬上便會觸發一輪拋售潮。如此說是，正是進退兩難。即使由今天起一直都不加息，單純以時間換取空間，已經是相當程度的收緊，更何況，央行近日的表態，明顯是告訴大家不要太盲目以為最樂觀的情況一定出現。

(權益披露：本人涂國彬為證監會持牌人士，本人或本人之聯繫人或本人所管理基金並無持有文中所述個股。)

## 西九文化區賣樓解困非良方

李婉茵 高力香港研究部主管

李婉茵  
高力香港研究部主管

近月西九文化區管理局預告營運資金快將耗盡，為改善財政狀況，當局計劃把文化區內的住宅部分由「只租不賣」改為容許出售。然而，筆者認為此舉有違規劃原意，不但整個園區管理變得不完整。另一方面，在目前樓市氣氛低落下出售住宅項目，相信西九文化區當局的收入也會受到影響，財政情況未必可以出現大幅改善。

早年的西九文化區規劃中，特區政

府容許園區最多兩成樓面可劃作住宅發展，其餘亦有部分樓面可用作酒店及寫字樓發展，用意是以租金收入補貼西九文化區的日常開支。及至2017年，特區政府因應西九可能面對財政問題，當年以象徵式地價向西九管理局批出所有寫字樓、住宅和酒店部分的發展權，並容許西九與私人發展商以「建造、營運及移交」(BOT)模式發展，物業只租不賣，而發展業權由管理局保留，確保西九有整體及全面的設計及管理，避免多重業權而引起複雜及不明朗情況。

## 出售住宅業權料趨複雜

不過，西九文化區的啟動多番延

遲，多年來只有一幅商業地以BOT方式批出(去年批予新地營運47年)，其餘項目仍然在「曬太陽」，錯過樓市上升的黃金年代。現時西九的營運資金快將耗盡下，當局提議將住宅項目改為出售，但筆者認為，出售住宅後將令西九文化區的業權變得複雜，為日後管理或增添一定變數，對於園區長遠發展並不理想。此外，由於早年西九文化區已經獲得特區政府提供地價優惠，若西九文化區日後可出售住宅項目，某程度上也是收取特區政府雙重資助。

## 樓市低潮影響發展商出價

雖然，西九住宅項目的地點極佳，

鄰近商業中心、高鐵站，且擁有無敵維港海景，私樓價值高，但在現時屬樓市低潮期，即使發展商願意承接，但出價預計必然會有一定折讓，對於水深火熱的西九文化區，收入或是杯水車薪。更重要的是，住宅項目本屬長線為西九文化區提供穩定的現金流，一旦出售，日後失去持續的資金渠道下，財政狀況或會再度惡化。

面對當下的財政困局，筆者建議西九文化區當局可優先考慮發債及借貸等方法開源，同時繼續積極尋找贊助商等，最後甚至可再要求特區政府借貸及注資，以待文化區度過燃眉之急，總比急於出售地產項目來得要好。

## 樓市利好漸現 買家入市機遇來臨

廖偉強 利嘉閣地產總裁

香港的整體樓價已由高位滑落接近兩成，今年經過第一季的反彈後再次受壓。內地及香港的經濟復甦步伐沒有預期中快，美國接連加息令供樓利息負擔翻倍，種種因素都令樓市不似期，年初的升幅已接近全部抵消。

## 香港經濟正逐步好轉

部分業主對樓市可以是過分悲觀，為求去貨甚至讓價不設下限，造成二手樓成交價的下跌幅度超乎現實。樓市形成了恐慌的氣氛，並且逐漸蓋過了現實。那麼，現實又是怎樣？當下的現實就是經濟正慢慢有所好轉，內地輸入的人才亦漸漸到位；部分板塊，例如航空及旅遊業，更已經漸入佳境。

內地來港的遊客數量已經回復至高峰期的七至八成。這些內地客的在港的消費額未及疫情前，加上疫情令消費習慣改變，所以，復常通關後來香港的旅客，都是以觀光為主，只是到此一遊，沒有從前高消費的客群。相信要再過一段時間，內地客才慢慢回復以往的消費額；不過相比起過去幾年，整體仍然是向上的。此外，特區政府亦繼續推出各項措施去幫助經濟復元，相信再過一段時間就可以見成效，所以筆者認為目前樓市的氣氛，其實是恐慌大於現實。

最近，發展商面對現實願意減價賣樓，部分發展商計算地價及建築成本後，就算要虧損亦在所不計，目標很簡單，就是但求去貨。究其原因，並非完全是發展商看淡樓市，而更重要的是目前的利息高企，持貨愈久成本愈大，所以寧願盡快套取現金，再找尋新的投資機會。

筆者認為，對於有能力的買家來說，現時市場的過度恐慌，反而是趁低吸納的良機。原因是不利的因素已漸漸減退，加上發展商求盡快套現，以及二手業主心態疲弱；買家已盡佔有利位置，不但可以自主導權，而且亦有較強的議價能力；更何況如筆者上文所言，利好因素已逐步浮現，最惡劣的時候亦已經差不多過去了。

## 市場憧憬救樓市佳音

現屆香港特區政府絕對知道目前地產市場的狀態，更深刻地產市場是香港的經濟命脈，樓市不好香港一定不會太好，救樓市等於保經濟，筆者相信好消息將會很快出現。此時此刻低位入市訊號已出現，豈可錯失？

## 內地各行業景氣度回升 經濟向好態勢彰顯

龐溟 經濟學博士、經濟學家

國家統計局發布的數據顯示，9月份內地製造業採購經理指數(PMI)、非製造業商務活動指數和綜合PMI產出指數分別為50.2、51.7和52.0，各自比8月上升0.5個、0.7個和0.7個百分點，三大指數均位於擴張區間，表明政策的正面效果不斷累積，經濟運行中積極因素不斷增多，內地企業生產經營活動總體回升向好。

## 製造業景氣面擴大

數據的主要亮點是製造業PMI連續4個月回升，並在過去半年內首次升至擴張區間。在調查的21個行業中，有11個行業PMI位於臨界點以上，比8月增加2個，製造業景氣面有所擴大。

從子指數角度看，在市場需求逐步恢復、製造業生產活動持續加快的背景

下，生產指數和新訂單指數分別比8月上升0.8和0.3個百分點，顯示供需兩端景氣度穩定改善。與此同時，9月份生產經營活動預期指數與8月基本持平並持續位於較高景氣區間，表明企業對市場預期總體保持樂觀。

## 企業發展信心續回暖

從行業角度看，9月份裝備製造業、高技術製造業和消費品行業PMI分別比8月上升0.6、0.7和0.3個百分點，均位於擴張區間。農副食品加工、汽車、鐵路、船舶、航空航天設備等製造業生產經營活動預期指數位於高位景氣區間，體現出企業對行業發展信心較強，也說明前一階段推進、落地、生效的一攬子宏觀經濟政策正在持續發力、發揮影響，體現效果，有力支持了內地經濟

向上向好態勢。

製造業的恢復改善，也有效帶動了相關服務業的增長，增強了非製造業的擴張力度。9月份非製造業商務活動指數比8月上升0.7個百分點。其中，受高溫多雨天氣影響逐漸消退、專項債相關資金到位、實體工作進度加快等因素提振，建築業商務活動指數比8月上升2.4個百分點；暑期出行旅遊相關產業鏈景氣度持續向實體經濟相關行業滲透擴張，推動服務業商務活動指數比8月上升0.4個百分點至50.9，自4月以來首次止跌回升，繼續保持恢復發展態勢。

在服務業方面，水上運輸、郵政、電信廣播電視及衛星傳輸服務、互聯網軟件及信息技術服務、貨幣金融服務等行業商務活動指數位於較高景氣區間，業

務總量增長較快。可見，製造業復甦勢頭的鞏固與強化，帶動了郵政、金融等生產性服務業景氣度的提升。從市場預期看，9月份非製造業企業業務活動預期指數結束連續6個月環比下降走勢，服務業企業對市場恢復發展預期向好。

## 生產服務業接力穩經濟

從行業預期看，鐵路運輸、郵政、電信廣播電視及衛星傳輸服務、貨幣金融服務等為製造業提供生產服務的行業的業務活動預期指數位於高位景氣區間，體現了生產服務業正接力為暑期服務業高峰期提供生活服務的行業繼續支撐景氣回升、經濟走穩；企業對未來行業發展更為樂觀的態度，也反映了後續中秋和國慶黃金週、年底假期等一系列密集節慶對提振信心和預期的積極作用，住

宿、餐飲、交通運輸和景區服務等相關消費活動有望再次活躍。

總的來說，筆者認為，在政策呵護驅動和市場自我修復的雙重提振下，非製造業有望繼續保持平穩回升走勢，景氣度有望持續位於擴張區間。不過，9月製造業新出口訂單指數和在手訂單指數仍處於收縮區間，反映未來需求端或仍有不確定性。9月大型、中型和小型企業新訂單指數分別上升1.1個、下降0.6個和回落0.4個百分點，顯示出中小企業正面對更大壓力，結合中小企業PMI上行速度趨緩的事實，宏觀政策應更為考慮針對性、有效性、可持續性。

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。