

鑑於近期的金融危機牽涉全球，即使監管最完善的經濟體系也面對一些風險，要能長久及根本地解決這個問題，國際上便必須通力合作，採取預防性對策。這些包括迅速改革國際金融架構，以能配合不斷變化的市場經營手法，以及減少資金流向過度波動的情況。資金游離不定造成太大的波動，正是亞洲金融危機的一項重要成因。在中期及較長期而言，有關方面亦應致力在亞洲發展穩定及高度透明的債券市場，以及推動較大的貨幣合作，其中可以包括設立亞洲貨幣單位。

### 引言

我很高興今日在這裏與各位嘉賓一起參與慶祝這個重要的紀念日子。我剛過了50歲生日，可以證明50年的確是一把很令人崇敬的年紀，在此我衷心祝賀在過去半個世紀曾經參與菲律賓中央銀行發展的所有人士。過去18個月的一場金融危機使大家都增添了滄桑與智慧，菲律賓中央銀行藉著這個周年紀念的日子讓大家重溫歷史、展望將來，可謂正合時宜。

這次的題目是「亞洲近期金融危機的成因及解決方案」。鑑於這次危機的性質，我們只可透過廣泛的合作（特別在地理上接鄰的國家和地區之間）才可找到長久的解決辦法，因此我很歡迎從亞洲區的層面探討危機的成因和解決方案。事實上，我希望更進一步指出，雖然我們身邊所見的是一場亞洲危機，但我們前面潛伏著的卻是國際危機。首先談到亞洲金融危機如何形成時，我要指出由於世界各地金融體系逐漸趨向全球化，波動亦越來越大，個別國家或地區不論經濟基本因素如何穩健，財政管理如何有效，要獨立處理問題已越來越困難。我以下會舉出香港近期的經驗作為明顯的例子，然後集中討論我認為可以如何化解危機，其中並且強調不應只針對當前的問題，而是應致力創造適當條件，以盡量減少亞洲金融危機歷史重演的機會。

### 危機的成因

我曾細閱連續很多個星期的評論，然後與亞洲區內及區外目前實際推行的方案比較，結果發現人們不同時候對危機的成因有不同看法，而這樣對建議的解決方案竟然有很大的影響。過去18個月大家談及這個問題時，已由原來形容它為個別國家／地方的危機，逐漸擴大至指它為整個亞洲區甚至是國際的危機。由於亞洲危機連同世界其他角落爆發的危機已危害了全球金融體系的穩定，大家的焦點已越來越轉向尋求國際解決方案，而不止於為個別經濟體系把脈處方。

從報章雜誌源源不絕刊登有關危機成因和研究的文章所見，我們短期內不大可能會對近期這場金融危機的成因提出一套肯定又全面的解釋。危機本身和其餘波仍在延續；事實上，雖然目前不斷出現可喜的復甦跡象，但研討會題目中「近期」一詞可能只是代表我們美麗的願望而已。我們對危機成因的看法仍不斷在變，難有定論，大概要經過一段日子才可冷靜客觀地分析事件的始末。大家不要忘記，1929年華爾街股市崩潰的因由結果，經濟歷史學家仍然意見紛紜，莫衷一是。

相比之下，目前這場危機的起因更複雜得多，連最了不起的經濟學家也會感到困惑，部分原因是當中涉及的一些非理性行為，較嚴格來說已屬

<sup>1</sup> 本文为金管局總裁任志剛出席1999年1月5日菲律賓中央銀行為慶祝該國中央銀行發展50周年於馬尼拉舉行的研討會的演講全文。

於心理學的專業範疇。危機造成的不同影響亦同樣令人眼花瞭亂，這些情況反映亞洲區內經濟制度的多元性，各個體系所處的經濟周期亦不同。以菲律賓為例，雖然它不至於完全倖免，但在危機中受到的損害程度卻遠比區內其他國家或地區小。相反，毗鄰的印尼卻因這場危機而使經濟發展倒退了很多年。中國內地方面，由於經濟制度的特性使它很大程度上不受危機的干擾，因而繼續錄得驕人的增長。但香港這個全球最開放的經濟體系，卻已進入了衰退期，其影響程度很大，但我們希望這個時期很快便會過去。

儘管目前這場危機造成的禍害因地而異，但這些影響都顯而易見。放眼整個亞洲區，我們可看到不同程度的財富蒸發，從資金突然撤走、資產價格崩潰，以至貨幣銀行穩定受到威脅等可見一斑。這些情況都對宏觀經濟造成影響，經濟增長因而放緩甚至變成負數，失業率上升，通貨亦收縮。即使像泰國及日本這樣截然不同的經濟模式裏，上述情況都暴露了金融制度嚴重的結構問題。為甚麼這些問題不約而同都在1997年7月泰銖突然崩潰後短短數月內發生，似乎是個難解之謎。基本經濟因素實際上沒有太大轉變，以傳統標準來說更可算是穩健。事實上，亞洲金融危機來勢急速，出人意表，經濟學家都認為有必要提出特別的解釋。

這些解釋大致分為兩派，它們之間沒有任何基本矛盾，分別只在於論者將重點放在不同因素上，但由於結論所用邏輯不同，各自提出的解決方案也不同。第一派通常以美國麻省理工學院克魯明教授 (Paul Krugman) 為代表，其意見最宜用兩個近期常見的詞語「裙帶關係式資本主義」及「亞洲價值」來表達。此派指出問題癥結在於國家內部政策不當、只講關係的低效率資源分配、不務實的炒賣投機 (特別在地產方面) 及公共開支不審慎，加上過度借貸、銀行監管不善、極端的道德風險，以及多年

來高速增长形成狂妄自大的心態等問題。到了形勢再無法自我延續下去時，亞洲泡沫便相繼爆破，造成一片混亂。克魯明教授指出，亞洲的衰敗是「本身罪惡的一種報應，只是這次報應大得與罪情不成比例而已。」

第二派以美國哈佛大學薩克斯教授 (Jeffrey Sachs) 為首，分析問題較少涉及道德層面。薩氏認為這場風暴是金融恐慌的典型例子：銀行擠提、大量資金撤走，還有大量銀行到期情況錯配，以及大量債務人貨幣錯配。此外，貨幣受到炒賣衝擊，資產價值暴瀉，使形勢更為惡劣。此派一方面重點指出亞洲許多銀行體系根基脆弱的問題，另一方面認為以一般指標而言亞洲經濟仍然相對穩健，而危機的影響幅度亦遠遠超出個別經濟體系所犯錯失的比例。

克薩兩派的意見有不少共通之處，但所持邏輯卻指向不同的結論。克氏將問題歸咎於個別經濟體系的價值觀、制度及政策，並相信問題只出於一國一地或只屬於亞洲範圍。薩氏則認為是全球金融架構出了毛病，即使新興市場的行為合理穩健，但當全球海嘯席捲而至時，基本經濟因素已關係不大，結果市場受到嚴重衝擊，觸發金融崩潰。由此可見，問題已牽涉國際層面。隨著世界其他角落都出現裂縫，危機接踵而至，造成種種深遠又出人意表的影響，連克魯明教授亦逐漸傾向改持這種看法。舉例說，俄羅斯無法履行債務，影響遠及美國和巴西的按揭擔保證券。美國一個對沖基金舉債過多，瀕臨破產，亦招致歐洲銀行嚴重虧損，並危害美國金融體系，以致聯邦儲備銀行不得不籌組特別挽救方案。無可否認，經濟體系都有責任管理好內部情況，但自我完善顯然並不足夠。當前的不只是一場「亞洲危機」，或者影響其他地方的「亞洲型感冒」：世界各地此起彼落的出現問題，正暴露了全球金融架構的嚴重不健全現象。

簡單來說，禍因就是那些規模龐大、利用高槓桿效應、可隨意四周流竄的對沖基金。它們不受監管，毋須遵守公開資料規則，覬準各地市場的弱點及矛盾後乘勢衝擊，一旦得逞便迅速離去，再找新目標。受衝擊的通常是較細小及易受外在環境影響的市場，因此它們也很易受到過度樂觀或恐慌的市場情緒影響。對沖基金為求獲利不惜扭曲操控市場，這樣做足以使許多細小脆弱的市場陷入一片混亂。套用澳洲儲備銀行行長麥法蘭的一句話說，這些基金「有如金融界的特權階級，有權享受自由市場的所有福利，卻毋須負任何責任」。它們肆意利用自由市場的弱點，卻危害了自由市場的生存空間。對沖基金為患，細小及開放型的經濟體系單憑本身力量實在無法進行有力的抗衡，況且對沖基金有能力將問題擴散，以致最強大的經濟體系亦受影響。依我所見，香港去年遇到的可怕經歷，正是說明這種情況的最好例子。

### 香港經驗：炒賣衝擊危害穩健的基本因素

從香港過去18個月的經驗可見，即使經濟條件穩健，在外來操控活動衝擊之下也會受到嚴峻的考驗。我們一方面實施非傳統及具爭議性的措施以免市場秩序受到干擾，造成不穩定影響，另一方面作出雙重保險，推出鞏固金融體系防護機制的措施。我很高興指出，這些措施已取得成功，從市場氣氛明顯改善，以及港元利率對美元的溢價大幅減少可以知道。雖然我們仍要承受非常痛苦的經濟調整，但我們已不需像去年受到炒賣衝擊一樣，因市場出現過度調整而承受額外的痛苦。目前的調整步伐急促明顯：危機高峰期的資產價格跌幅約達五成，失業率倍升至5.5%，去年本地生產總值亦減少5%。儘管這樣，如果為了重建我們的競爭能力而不得不進行這種調整，我們並無選擇，只有準備好接受。此外，我們在過程中並不像亞洲許多鄰近

地區一樣經歷其他損失及過度調整的主要痛楚。我們相信，憑著我們固有的基本優勢，我們將會像過去幾十年面對各種經濟或政治考驗時一樣成功渡過。

我們具備的基本優勢包括：**第一**，豐厚的外匯儲備。目前香港外匯儲備排名全球第三大，僅次於日本及中國內地。有了這些儲備，我們便可應付突如其來的衝擊。**第二**是我們規範化的貨幣制度，其核心的貨幣發行局機制在現代金融科技配合下運作有效，而且我們的聯繫匯率制度亦具有很高的公信力。**第三**，我們致力維持開放及高度流通的市場。**第四**，我們奉行審慎的理財政策，沒有外債。政府編制精簡，不會對經濟造成太大負擔。**第五**，基於以上理由，我們的經濟模式大致遵循自由市場的規律，對市場動力靈活應變。**第六**，我們擁有健全的銀行體系，實力強健，無還債能力的問題，並能符合貨幣發行局制度的嚴格約束，以及承受這個制度下無可避免的利率波動。經過1980年代的一番徹底改革，銀行業的基礎得以被鞏固，在這場危機衝擊下更表現極為出色。這些強項結合起來，使我們年半以來即使面對區內的新形勢而進行調整，卻無需承受貨幣崩潰的震盪。這段期間，我們不但在保持港元自由兌換的同時維持它的對外價值，更由於本身經濟其他環節迅速靈活應變，使我們的競爭力得以提高。

但反過來說，我們的一些優勢亦使我們更易受到市場操控。與日益龐大的國際資金數量相比，我們的經濟及市場規模很小，但我們的流通開放程度已足以令坐擁巨資的投機者垂涎，利用市場的較小規模操縱價格以求獲利。再者，我們決策上的回應並無多少不可預測的成分，原因是我們奉行的是規範化的貨幣制度，當局面對資金外流時並無酌情決定的餘地，只好任由利率被自動推高。我深信香港在年多以來經歷的艱辛並非本身經濟基本因素出

了甚麼問題，而是經濟體系細小開放及制度規範化，因此極易受到市場操控。由於擴大市場規模不能一蹴而就，我們亦堅守保持開放的承諾，便只好採取一些出其不意的對策保護自己。

我們去夏為免金融體系受到跨市炒賣衝擊而在市場採取行動，購入股票及期貨合約，相信這已是無人不知，而且在香港及海外都被反覆議論，詳情無需贅述，以下我只會三言兩語的交待一下事件經過：1997年中亞洲金融危機爆發以來，我們先後受到多次炒賣衝擊，投機者企圖衝破港元與美元維持了15年的聯繫匯率制度。這個制度得以成功維持，有賴嚴格及自動調節的貨幣發行局制度，以及豐厚的外幣儲備作為保證。炒賣衝擊期間，投機者購入大量沽空港元的合約，目的是使聯繫匯率失守。每次出現這些衝擊，貨幣發行局的自動調節機制都發揮作用，推高銀行同業拆息至極高水平，迫使投機者（他們購入沽空合約須借助在香港借取的資金）平掉手上所持的沽空合約，為此招致嚴重損失。結果投機者事敗，貨幣發行局發揮應有作用，聯繫匯率亦安然渡過。可是在此期間利率卻大幅波動，社會大眾變成苦上加苦；在1997年10月23日的一次衝擊中，隔夜港元銀行同業拆息便曾飆升至接近300厘。

8月份的形勢更加複雜，當時投機者密謀計策，在香港的金融市場發動聯合跨市衝擊。投機者發現在貨幣發行局制度下，他們在短促的時間裏大量拋售港元的話，利率便會立時被推高，這樣會對股價構成下調壓力。他們於是一面對貨幣施壓，一面沽空股票現貨，這樣他們即使不能衝破聯繫匯率，亦可望在期指合約上獲利。投機者實施這種跨市操控策略前早已在海外預先部署龐大資金，以防受到香港利率波動的牽連。這些操控衝擊來勢一次比一次猛烈，8月底我們就是在這種背景下採取了引起爭議的入市行動。在該行動中，我們動用官方

儲備購入股票，確保投機者無法得逞；換句話說，我們採取出人意表的行動，以防我們規範化及透明度高的體系受到操控。我們完全無意將股票價格守在某一特定水平上，也不打算參與香港上市公司的業務決策過程。我們在行動中購入的大量股票投資組合已轉交一家獨立又具有廣泛代表性的機構，由該機構以中立及高度透明的原則進行管理。

在入市行動後我們進行跟進，推出一系列技術性措施，目的是鞏固貨幣發行局制度，減少這個制度被操控的機會。此外，聯合交易所買賣規則亦被收緊。

當時許多人直指此舉是冒天下之大不韙，違反了自由市場的原則。例如佛利民（Milton Friedman）便形容我們的行動為「失常」，並懷疑這是為了在香港實行社會主義而作出部署。語調較溫和的批評者亦擔心香港神話般的積極不干預政策已告終止。但後來人們逐漸明白，即使這是干預，但它的規模亦極之有限，並且是只此一次的行動，以保障市場免受干擾及破壞，並防止出現系統性崩潰。另一方面，入市行動在香港較易被人理解，人們很歡迎市場迅速恢復穩定及理性，而嚴重炒賣使社會承受額外的利率波動亦很快成為過去。大家必須明白，香港承受經濟調整的痛苦本已付出很大的耐性，炒家來犯更有如雪上加霜，對我們的耐性和信心都帶來嚴峻的考驗。

美國傳統基金會曾指出香港應為這次錯誤作出補救，否則作為全球最自由經濟體系的地位將會不保，但最近國際輿論已對我們入市的動機有了較大的體諒。以我來看，入市行動奏效在這方面起了一些作用，人們逐漸明白我們當時面對的挑戰難度之高，亦是部分原因。8月以來，利用高槓桿效應、波動不定的資金相繼在其他地方造成問題。從美國長期資本管理公司的危機可見，即使是全球最

龐大的經濟和其金融體系亦有危險。全球領袖已異口同聲呼籲採取行動。即使索羅斯 (George Soros) 亦已隱言應對跨境資金流向實施國際管制，據他在新著作中形容，這些資金可能會使全球的資本主義瓦解。我不願作出這樣世界末日式預言，亦不至於贊成實施管制，但我同意我們正面臨一場全球性危機，並補充指出既然香港憑著本身穩健的基本因素和審慎理財原則，亦受到海外炒家猛烈衝擊至瀕臨系統性崩潰地步，那麼世界金融秩序確實已在甚麼地方出了問題了。

總括而言，這場危機基本上的是這樣的：21世紀將至，隨著市場繼續開放，資訊科技繼續發展及投資工具越來越複雜，全球金融體系受國界地域、資訊流通、時差或其他客觀因素的限制亦越來越少。可是全球金融體系的管理卻仍原始及缺乏協調，主要倚賴個別國家或地方獨自的力量，而公營和私人環節之間資訊開放程度卻很懸殊，使政府施政空間逐漸縮小，以致問題出現後只能臨急抱佛腳，治標不治本。簡單來說，我們全球金融體系的管理模式已嚴重落後於金融領域的實際需要。

## 解決方案

那麼有甚麼解決方案？我很明白病人如果患了流感，較難客觀冷靜地為別人處方開藥。但我姑且在這裏拋磚引玉，提提我的看法。我首先會分析即時治標式的措施，然後再看較長期的預防措施——始終最有效的解決方法不是短期的，而是有賴本身和國際都能建立穩健的體系，盡量減少日後問題重現的機會。

金融體系受到衝擊，尤其是衝擊的規模和性質都出乎意料的話，便須實行即時的緩和措施，過去18個月發生的金融危機便是一例。這些措施包括：**第一**，實施挽救方案。個別國家或地區（如日本）擁有所需資源的話，便可獨力自救，否則便要

利用國際金融機構（如國際貨幣基金組織）的援助，取得外來財政資源。這些挽救方案有些已經奏效，如泰國等一些受助國家的經濟正開始復甦。很重要的一點是，個別經濟體系必須恢復自立能力，才可繼續向前，迎接全球經濟持續增長和發展帶來的機會和挑戰。對於調動國際財政資源（無論來自公營部門或私人機構）以協助在金融市場國際化過程中受到挫折的經濟體系再站起來，國際貨幣基金組織和其他國際金融機構應該擔當重要角色。提供國際財政援助要附帶條件，這是理所當然的，而受助的經濟體系被要求實施的改革方案亦可能十分嚴峻，對社會構成不少痛楚，藉此減少援助行動涉及的道德風險，否則援助變相成為了對妄顧風險的投資者和貸款人的補貼。

**第二項**即時措施就像我們去年8月在香港採取的策略性對策一樣。我們曾花了不少唇舌解釋作出此舉的原因，相信大家早已聽過。我們堅信這項決定是對的，我們亦認為我們實在無法合理地預測或阻止這樣一場史無前例、計謀複雜的聯合操控衝擊。但我們作出入市決定時卻毫不輕鬆——這項非傳統又極具爭議性的措施，涉及的風險非常多。入市行動奏效，顯示我們有能力保護自己，而且我們的體系基本上非常穩健。我們亦已採取措施，減少再受衝擊的機會。但說到底，如果全球環境並不需要推行這些防衛對策，固然是理想得多。

**第三項**即時措施是實施外匯管制，馬來西亞是這方面最明顯的例子。值得注意的是，白瓦提教授 (Bhagwati) 和克魯明教授等學者似乎亦逐漸傾向贊成這種做法。外匯管制可能會符合某些經濟體系的需要，但以智利等國家來說，卻不用這樣極端，反而審慎管理好資金流向已經一直行之有效。實施外匯管制最惡劣的時候，莫過於金融危機的高峰期，原因是到了這個地步大量資金早已撤走了。況且資本管制亦不是萬試萬靈，對香港這類開放型經

濟來說不但不可想像，更會違反《基本法》，變成不合法。鑑於今次演講重點之一是要指出跨境資金流向波動不定使全球金融體系陷入危險境地，我希望藉此機會重申香港對經濟自由化及全球化的承諾。依我所見，經濟自由化及全球化是全球邁向更有效的資源運用，以及取得更大經濟增長的唯一長遠及可行的路向。我們刻下的困難不應使人忘記全球化為亞洲區帶來的許多益處。這場危機並不是表示我們走錯了路，它只是告訴我們有甚麼要解決的危險及不穩定因素而已。即使短暫時期實施外匯管制是唯一可行的方法，但決策當局考慮對策時務必顧及社會人士的最大利益，要作出決定十分艱難，因此負責任的論者作出批評時最起碼應該給它們一點尊重。

我們目前的工作是要使自由化及全球化發展維持動力，並且努力尋求解決方案，不只著眼於解決當前的問題，更要達到預防目的，爭取長久健全的發展。我們可以考慮的方案有幾項，我只會提出一些，激發大家討論。**第一**項是最迫切的，就是改革全球金融架構，務求更有效地監管引致市場不穩定的資金流向。為此我們必須使資訊更流通，以及提高公開資料的要求。亞洲區最近的經驗正好顯示，由於缺乏有關金融全貌的資料，資金從何處來，往何處去都無人知道，結果讓問題曠日持久堆疊起來。許多亞洲國家已開始採取重要措施提高公營部門的透明度，我很高興告訴大家香港在這方面正起著帶頭作用。可是只是監管機構提高透明度，卻造成公營部門和私人機構兩者在公開資料方面的嚴重不平衡。國際上規模龐大的機構投資者一舉一動都能影響市場所有參與者，甚至其他投資者、債權人及債務人，但有關它們的資料卻完全欠奉，我們實在必須考慮投資者方面亦需公開更多有關它們的資料。

全球金融架構改革的**第二**部分，是改善對資金流向的審慎監管，原因是單是公開資料不足以保證市場人士的行為符合審慎原則。這其中的部分工作必須由本國做起，沒有本身有效管理的配合，任何國際行動都不能有穩健的基礎。亞洲金融危機顯示，一些亞洲國家本身的金融體系問題叢生，推行資本帳自由化所用方式顯然並不恰當。由於本身已有監管不善、會計標準過寬、借貸雙方關係過密、審慎管理制度不足等毛病，一旦熱錢流入更增加爆發危機的機會。應該再次向各位指出，從長期資本管理公司事件可見，這並非只存在於亞洲的問題。審慎監管由本國做起，然後必須推而廣之，建立全球審慎監管的架構。此外，這個架構只屬輔助性質，對金融市場自由化發展的總趨勢不應構成障礙。

改革**第三**方面是應付金融市場中的跨境操控活動。目前已有規則禁止在本地金融市場「挾倉造市」（即操控壟斷市場價格）。最近炒家多次衝擊香港市場，公然採用操控技術聯合行動，還有他們輕易動用數量驚人的資金，證明了禁止本地市場造市的規例亦應引伸至跨境活動上。

這些都是當前急務，國際上已有了明確共識，認為有必要加快推行。我以上提出的類似措施，正是目前各個國際組織熱烈討論的議題，這些組織及場合包括：國際貨幣基金組織、國際結算銀行、亞太經濟合作組織、東亞及太平洋地區中央銀行及貨幣管理局會議、七大工業國、十國組織及G22或G26。大家或許已同意應該做些甚麼，但這些計劃實際執行起來並不容易，我擔心這樣多的組織同時討論，可能會造成延誤及混亂。但如果不迅速行動，一些地方尤其是細小開放型的經濟只好以我剛才提到的急就章式短暫對策，應付全無約束的國際資金的衝擊。這樣的話，它們可能會迫於無奈

逐漸傾向採取非傳統及具爭議性的對策，這樣卻會加深它們已有的問題，妨礙全球自由開放金融體系的健全發展。

我已說過必須採取甚麼措施才可帶領我們走出危機的深谷，重回平衡健全發展的道路上。適逢亞洲這個歷史悠久的金融中心慶祝中央銀行發展50周年，我們可以將視野進一步擴闊，探討亞洲往後幾十年內應如何發展貨幣制度。我建議可以研究兩方面的發展：一是貨幣，二是債券市場。這些都是重要的課題，會對下一世紀亞洲經濟的宏觀面貌產生很大影響。

首先談談**貨幣**。我相信歐元最近面世將會令全球貨幣制度運作煥然一新，並對亞洲本區帶來重大影響。美元在全球貿易一直擔當領導地位，與美國貿易額其實並不相符。這種情況在亞洲來說尤其明顯：日本在商貿財經領域影響舉足輕重，日圓卻無法扮演貨幣支柱的角色。港元無疑因為與美元的聯繫匯率而保持穩定，但鄰近地區與美元掛鉤的方式彈性較大，卻使它們承受很大的代價及干擾。由此來看，美元地位雖然顯赫，但亞洲整體仍缺乏可行的匯率支柱。這個問題必須解決，待至這場危機平息下來，我們應該加以探討。港元與美元建立聯匯制度，使我們受益很大，其他國家不妨考慮財政實力足夠時與主要貨幣建立同類的聯匯制度。

歐元面世將會成為全球貨幣體系的第二根支柱，以致挑戰美元在其他地區的領導地位。歐元亦將為亞洲各國中央銀行提供多一項穩健的投資選擇。日後條件成熟，我們更可以考慮以亞洲貨幣作為本區的貨幣支柱，設立類似亞洲貨幣單位的組合。這是一項長遠的考慮。這個方案的好處是可以反映亞洲區內強大的貿易聯繫，亦有助建立較大、流通性較高、對操控活動抵禦能力較好的市場。此外，它可以協助解決亞洲區內財政資源中轉的問題。目前亞洲中央銀行大量投資於外國證券，其中

以美元資產最多，但隨之游移不定的資金又從海外市場流回亞洲。如果亞洲央行能把儲備直接投資於區內的金融資產上，透過海外成熟市場進行成本高及不穩定的資金循環作用便可減少。

計劃設立亞洲貨幣單位，固然有很多障礙。亞洲各國及地區的經濟制度截然不同，亦處於不同發展階段，因此有必要成立一個負責執行這方面事務的機構，而這樣牽涉的政治因素必然會非常複雜。但我相信趁此機會提出這個題目供作討論，即使只限於學術層面的交流亦是值得的；這個構思長遠來說一旦得到落實，年半以來亞洲出現的貨幣不穩定局面便得以有效地處理。大家不要忘記，條件已算是較為一致的歐洲，尚且花了50年才可讓歐元誕生呢。

另一項長遠的解決方案是在亞洲發展穩定又具高透明度的**債券市場**。亞洲過份倚賴從海外途徑借取短期貸款，銀行體系又監管不善，因此造成問題。這種情況正好反映亞洲缺乏具深度及多元化的債券市場。問題的癥結在於亞洲的金融體系跟不上其他基本經濟環節強勁的增長：工商業高速發展，金融業卻相形落後，導致亞洲過大比重的財政資源透過海外市場循環流返區內，結果無可避免造成資訊流失，市場容易波動，帶來我們目下所見的惡果。我們應設立完善的本地債券市場，使借方和貸方能建立較直接長久的關係，兩者亦承受較少的貨幣及到期錯配的風險。

很諷刺地，亞洲債券市場發展不成熟的部分成因，是一向以來亞洲主要國家及地區都沒有巨額的預算赤字，因而局限了政府債券市場的發展。發展債券市場不能倚賴個別發行人就可以達到理想的深度及流動程度，而是需要借助官方的力量。亞太經合組織有關債券市場的計劃，將可提供一些催化作用，香港在這些計劃中亦正發揮領導作用。發展債券市場的第一步是分析妨礙市場發展的主要阻

力，並集合所有參與者(包括市場人士、政府機構及國際金融組織)的力量清除屏障，為發展債券市場鋪路。這些屏障雖大，但並非完全不可克服，其中包括缺乏客觀的信貸評級制度，對區內發債人進行公正評審；另亦有待建立債券定價的基準收益率曲線。此外，亞洲稅制對國際及本國發債人的待遇大多不平等，國際機構往往獲得優惠，但這類機構卻大多不會把資金循環帶回到有關國家內的。最後，亞洲應該改善結算債券的基本設施。上述有些問題可以由本土解決，例如香港與亞洲區內許多地方一樣，正從多方面著手採取新措施。但是其他一些工作，例如劃一稅務待遇，以及進一步發展連繫各個金融系統的亞洲結算網絡，卻必須整個地區通力合作才能建立真正穩健的亞洲債券市場。

## 結論

總括而言，解決亞洲金融危機的方案必須雙管齊下，既作出即時補救，亦採取長期預防措施。換句話說，每個國家或地區必須努力做好本分，恢復本地市場的秩序，同時互相合作在亞洲區及國際層面共商對策。對於協助我們走出危機的谷地，所有這些不同方案都非常重要。但我相信由於這場危機屬於全球性質，即使監管最穩健的經濟體系亦承受同樣的風險，最基本又持久的解決辦法必然是預防性的聯合行動。這些預防措施應包括迅速改革全球金融架構，使之能夠應付日新月異的市場經營手法，以及減少資金流動造成過大的波動，這些都是引致這場危機的主要因素。在中期及長期來說，預防措施亦應包括在亞洲建立穩定又具透明度的債券市場，以及進行更多的貨幣合作，這當中可能包括發展亞洲貨幣單位。

這個研討會的目的是討論亞洲面臨的一些問題，這個不是可以自滿的時候，但既然今日亦是為了慶祝菲律賓央行50周年，我們順此可以暫時放下

現在的問題，回顧過去50年亞洲區的發展。50年前，亞洲大部分地區仍正從二次大戰的瓦礫中重建社會，不少國家的局勢在和平後更繼續動蕩。但亞洲在這段期間採用了形形色色的經濟策略，亦享受到不同程度的繁榮富裕及穩定，推行跨境合作，以及擺脫世代以來的貧窮禍亂。這些都是在經濟全球化及自由化的環境下取得的成果。金融危機影響了全球化及自由化的進程，但亦提醒我們經濟高速增长並非完全沒有風險。在這次危機中，一些國家受到嚴重損害，但亞洲的根基仍然強固，依我所見，未來50年的前景亦會是美好的。目前經濟復甦的跡象已陸續展現。與一些人約半年前預計相比，經濟復甦的進程可能會較為漫長艱辛，但無論如何，經濟始終會復甦，問題在於我們能否接受挑戰，轉危為機，在這個多元複雜又龐大的地區內建立夥伴合作關係，使我們從復甦中變得更堅強、更具凝聚力、更能應付全球金融體系無可避免帶來的壓力及不明朗局面。☺