

亞洲金融風暴反映區內經濟體系在風險管理方面——期限錯配、貨幣錯配和信貸風險管理——犯了連串錯誤，種下禍根。本文討論這些震動整個亞洲的風險，以及貨幣發行局制度如何發揮應有作用，有效捍衛聯繫匯率。

本人很高興獲邀請出席這個研討會。我演講的題目是《資產價格、資金流向與風險管理》，由於這幾方面是導致近期區內市場波動的主要因素，我將會集中談論最近亞洲市場風潮所帶來的教訓，以及它對香港造成的影響。

資金流量激增

過去10年間，亞洲區內以至全球資金流量均大幅增加。根據國際貨幣基金組織統計數字，在1990至1996年期間，流入發展中國家的資金淨額平均每年超過1,500億美元，其中逾四成資金實際上流入亞洲(表1)。過去兩年，流入亞洲的資金進一

步激增，在1996年流入本區的資金淨額創下1,070億美元的最高紀錄，同時1997年上半年也錄得接近的升幅。事實上，長久以來流入亞洲某些經濟體系的資金淨額，佔其國內生產總值的平均比率達5 - 8%，其中五成以上是以外來直接投資形式流入。

刺激國際資金流量增加的因素包括：全球各地金融市場趨向自由化與深化發展、互惠與退休基金等機構投資者數目增加，以及金融革新與中介機制(特別是衍生工具)越漸成熟。我們都深知資金流轉能推動全球資源的有效分配，並為新興經濟體系帶來新知識與技術，從而有助帶動經濟增長。

表1
1990 - 96年流入亞洲的私人資金

	(10 億美元)						
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
亞洲							
淨私人資金流入總額 ¹	21.4	37.7	22.4	59.5	75.1	98.9	106.8
淨外來直接投資	9.5	15.2	17.2	35.2	44.6	50.7	58.0
淨資產組合投資	-0.9	2.8	9.6	23.8	18.5	20.1	20.1
其他投資淨額	12.9	19.7	-4.5	0.5	12.0	28.1	28.8
新興市場							
淨私人資金流入總額 ¹	45.7	139.8	133.4	161.0	147.0	192.8	235.2
淨外來直接投資	18.8	32.1	37.9	56.9	75.5	87.3	105.9
淨資產組合投資	17.0	39.7	59.2	106.8	97.2	31.6	58.7
其他投資淨額	9.9	68.0	36.3	-2.7	-25.7	73.9	70.6
淨私人資金流入總額 ¹							
亞洲佔所有新興市場比率	47%	27%	17%	37%	51%	51%	45%

資料來源：1997年9月《International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues》

¹ 不包括儲備資產。相等於外來直接投資，加上淨資產組合投資和其他投資淨額。

* 本文為金融管理局副總裁沈聯濤在1997年11月17日舉行的亞洲證券分析聯會研討會上發表的演辭全文。

† 本文作者希望藉此機會多謝毛翼高先生和朱立翹女士協助編寫本文。此外，也要多謝梅務慈女士協助有關的文書工作。

但另一方面，國際流動資金卻會四處流竄，一旦有任何風吹草動——不論是宏觀經濟政策變動，抑或對金融體系穩健程度的憂慮——資金都可能立即掉頭流走。事實上，現時的流動資金比起貿易流量更能影響國際收支平衡狀況。資產組合的調配，隨時根據市場對風險、回報與流動性的預期而變動。由於大量的套戥活動（如從一個市場借貸以在另一市場進行投資）造成連鎖反應，投資者在某個市場蒙受虧損後便會在另一市場沽售。這種風險，不單正在進行資本自由化的經濟體系應該處理，其實整個國際社會都應該正視。由於市場發展

全球化，任何影響都會在連鎖效應下伸手觸及全球每個角落；問題已不再是局限於亞洲了。

現在就讓我們從全球視角探討近期亞洲金融市場的風潮。才不久前，基於三大工業國大量資金流到全球各地（圖1），流入亞洲的資金數目達到驚人水平，亞洲為此受惠不淺。事實上，生產力大幅度提升、通脹率低、美國等政府儲備增加，導致世界貿易錄得數十年未見的強勁升幅，也是造成全球大量資金四處流動的成因之一。

由於通脹受制，國際上充裕的資金待尋出路，致使90年代全球各地，由歐洲以至美國、拉丁美洲國家以至東歐的股市一片暢旺。但這樣也導致全球息差收縮，本地與國際債券市場新發行債券數我們都明白金融市場風險的複雜性。除信貸確切反映新興市場所潛伏着的信貸與市場風險，到了投資者終於明白新興市場的風險實在比他們想像的大時，以收益率差距計的風險溢價便會大幅度提高，以反映這個實況（圖2）。

全球大部分資金流入東亞地區的債券、股票

圖1
三大工業國的整體流動資金增長

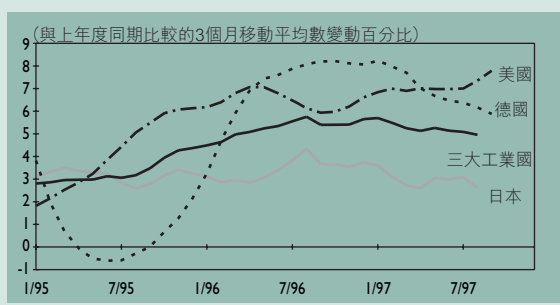
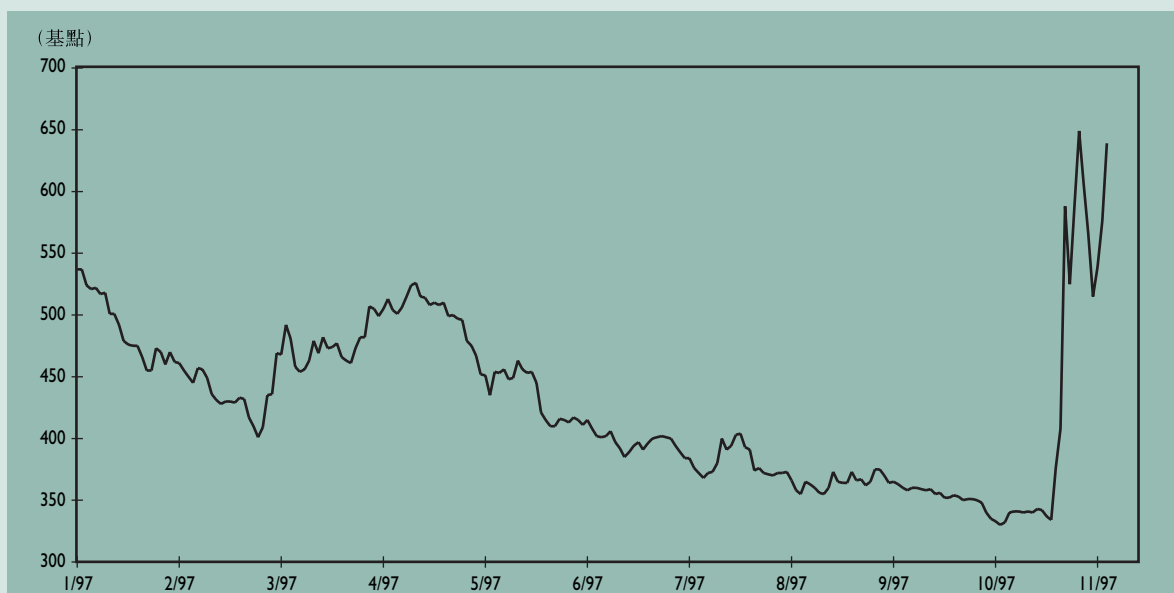


圖2
新興市場債券指數與美國國庫券的孳息差距



資料來源：JP Morgan

與地產市場內，令上述情況更趨複雜。過去10年間，亞洲創造了經濟奇蹟，造成人心向好，但本地與外來投資者都犯了「資產組合失誤」(fallacy of composition)。最初，誰都預期會有豐厚的回報，因而增加資產投資，引致總需求過剩，市場發展過度旺盛；一旦人心逆轉，市場便應聲急跌。這正是刻下亞洲，甚至全球正在經歷的一場變化。正如美國聯邦儲備局主席格林斯潘最近說過：「我們事後檢討，可以很清楚看到這些經濟體系吸引資金數量之多，已超出它們在有限風險下能有效地利用的。」

新興工業化與出口為主的經濟體系，如中國、印度、拉美和東歐，工資低廉，形成全球對外貿易相互競爭的格局；要不是起了這種變化，亞洲經濟可能仍展示着強大的增長勢頭。隨着中央計劃經濟模式壽終正寢，全球工人與消費者市場突然增添了最少30億大軍。這股新的市場力量正好利用貿易自

由化與流入的外來投資，這樣已使較早崛興起來的東亞「四小龍」受到壓力，加上後者仍持續不斷在基本設施與地產投資，結果令往來賬赤字擴大。

亞洲問題

若我們認真審視亞洲形勢，可知其經濟基本因素仍然穩健(表2)。亞洲一度是全球發展步伐最快的地區，增長率約達5 - 9%。此外，在出現近期的波動以前，亞洲通脹一直低企，匯率亦穩定。整體地區往來賬大致取得平衡，財政預算也錄得盈餘(只有日本例外)。亞洲儲蓄率十分驕人，達到國內生產總值的30%以上。以外匯儲備計的官方儲蓄則更豐厚；在亞洲，70%流入的資金都成為儲備的一部分，結果亞洲各國中央銀行現時持有的外匯儲備額約為全球的40%，而持有全球最龐大外匯儲備的6個經濟體系中，5個都屬於亞洲區內。

表2
1996年「東亞及太平洋地區中央銀行會議」成員經濟指標

	國內/本地生產總值		儲蓄率	外匯儲備 ²	往來賬赤字		財政盈餘	對外欠債	
	10億美元	(%) ¹	佔國內/本地生產總值百分比	10億美元	10億美元	佔國內/本地生產總值百分比	佔國內/本地生產總值百分比	10億美元	短期
澳洲	384.8	2.7	21.0	12.2	-15.3	-4.0	-1.0	174.4	77.9
中國	828.5	9.7	40.8	134.0	7.2	0.9	-0.2	118.7	13.7
香港	155.1	4.9	31.1	85.3	-1.6	-1.0	0.1	20.1	11.3
印尼	223.8	7.8	34.0	20.4	-7.3	-3.3	-0.2	112.4	34.1
日本	4520.3	3.7	31.1	228.2	66.0	1.5	-4.5	不詳	不詳
韓國	463.8	7.2	35.2	30.5	-23.7	-5.1	0.3	108.9	63.5
馬來西亞	98.7	8.2	41.9	18.1	-4.4	-4.4	0.6	32.7	11.2
新西蘭	63.8	2.7	19.0	4.3	-2.6	-4.1	3.6	55.9	不詳
菲律賓	81.5	5.5	19.0	10.3	-3.6	-4.3	0.3	40.8	5.8
新加坡	94.7	7.0	50.4	76.9	14.2	15.0	5.4	7.2	1.1
泰國	182.8	6.7	35.9	29.6	-14.7	-8.0	0.9	92.5	34.8
總計	7097.8	5.0	32.3	649.8	14.2	0.2	-2.8	338.0	116.4

註：

1. 實質增長。
2. 最近數字。

亞洲擁有多項強大的基本因素，其中勞動人口年輕、教育程度高，以及具靈活性，還有政府穩定，天然資源豐富，通訊設施先進齊備，奉行開放的貿易政策，樂於接受新事物，儲蓄與投資比率偏高，這些因素基本上沒有改變。亞洲仍然重視對外的取向，開放市場，歡迎新技術與產品。亞洲也依然充滿活力與衝勁，對創新意念、競爭與提高城市生活標準均持有企業精神。我們需要再加警惕的，就是加快發展服務業，以能配合製造或出口業的步伐。延遲開放金融業以融入全球競爭，將令它們處於不利位置，以致地產市場發展過剩或失衡(如資產市場等的風險過度集中問題)，它們便易受拖累。

要維持經濟增長的動力，亟需持續推行大幅度的貿易改革，奉行審慎的理財政策，以及改進金融、衛生與教育政策。出口業已由勞工密集的工業生產模式，逐漸轉向高增值的工業與服務。在此情況下，能否持續不斷提高生產力，便成為一項新挑戰。

亞洲風潮表面上是一場金融風潮，但我先要解釋一下亞洲盈餘儲蓄較特別的循環過程。正如我的同事任志剛多番指出(Yam 1997)，基於經濟合作與發展組織國家能提供安全又流動性高的投資工具，亞洲很大部分外匯儲備均投資到這些國家的資產上去。然後，這些資金又以外來直接投資與組合投資的形式循環流回亞洲。資金這樣進行全球再循環，其後果是一旦出現政策失誤，或國際經濟氣候逆轉，造成組合投資大幅度調整，亞洲經濟體系便極易受到衝擊。現時亞洲缺乏具深度、高度流動與成熟的債券市場，金融中介作用無法有效地進行。事實上，金融中介在過去幾年已開始發展，隨着我們建設更優良的金融基本設施，這一場金融風暴應可化為一股新的動力，加速區內的合作關係，以共同建設完善的金融中介機制。

我們事後檢討都已知道，假使短期資金一窩蜂湧進資產市場，國際資金游移構成的風險便會加

劇，形成資產泡沫，到了資產價格收縮便會造成種種痛苦的後果。

但亞洲風潮中較突出的一點，就是對沖、套戥與套息活動(carry trade?)在區內以至全球均造成連鎖效應；在這些活動中，套戥者在一個市場借貸，轉而投資在另一個息差較高的市場裏。到了資產價格(即包括消費價格、利率、匯率，以及債券、證券與物業價格)出現變化，資產組合便會被調整，造成「單一價格法則」(law of one price)之下資金流入或流出的現象。由此看來，開放模式的經濟，必然會跟隨全球價格變化進行調整；調整步伐的快慢，只是取決於本土經濟與金融市場的開放程度。換句話說，即使我們不願看見，我們的價格水平是都由全球市場決定。

很多人仍未完全體會這種因果關係。金融風暴顯示，雖然全球競爭是構成壓力的實際因素，但由於銀行在全球資產組合重整裏擔當着中介功能，金融風潮便對本地銀行體系構成壓力。在開放經濟中，流入的資金將會增加本地銀行的存款基礎，若然信貸失當，這些資金便會引發本地資產價格泡沫。這樣會造成兩種後果，一是資產價格漲升，最終刺激本地通脹，蠶食本身的對外競爭力。二是借貸過度集中於生產力較低的資產，如地產有關貸款過多，或是過度投資於基本設施與生產能力，致使金融機構承受巨大的風險。

從金融中介的角度看，在亞洲這一場震盪背後實在潛藏著三大風險。

- 第一，期限錯配。亞洲市場所犯的錯誤，就是倚賴借來的短期資金，轉借給地產等流動性極低的非貿易產品，以致資金倒流出外時，它們便要應付龐大的流動資金需求。
- 第二，貨幣錯配。商業機構借取外幣貸款來進行投資，卻無法從投資項目中賺取足夠外匯償還貸款，便形成了貨幣錯配的現象。

- 第三，信貸風險。進行放貸或投資，最後必須能賺取合理利潤，即長期回報率要比貸款息率或投資預期股息為高。不論是市盈率超出基本因素支持的水平，令投資者過於樂觀，抑或是銀行未能正確評估高息率對抵押品或現金流量造成的壓力，以致借貸過度，均會導致投資者與貸款機構承受資產虧損的危險。

具體而言，由於較易取得全球高度流動的資金，亞洲銀行能更快速地擴展借貸活動，因而形成本身資產組合較大風險，甚至超出穩健管理的標準。不止如此，基於新競爭對手加入市場，加上金融中介活動的發展，銀行業競爭加劇，本地銀行卻勉強進行更多高風險借貸。毫無疑問，銀行業有需要改進這類新風險的管理方法。

亞洲風潮也有另一項明顯特點。公營部門並不存在債務問題，相反，亞洲政府財政狀況大致穩健。1996年，不計日本的東亞地區錄得54億美元財政盈餘，佔國內生產總值的0.1%。一直以來，亞洲債務主要源自私營部門過度借貸，與80年代其他地區出現的主權國債務問題並不相同。

總的來說，亞洲風潮的癥結在於有效資源分配這個存在已久的問題。亞洲並不缺乏資金，只是大量儲蓄都投資到流動性較低的長期投資項目上。亞洲其中一項較迫切的需要，是建設具較高競爭力又穩定的金融體系，以及穩健的基本設施，以能發揮有效的金融中介作用。若能更妥善地管理金融體系風險，也將有助商業機構與投資者更妥善地管理本身的風險。一個發展均衡與高度靈活的經濟體系，再配合以穩健的風險管理，將能更有效地抵禦全球震盪，避免出現危機。

需要進行全國風險管理

我們都明白金融市場風險的複雜性。除信貸風險外，市場風險 — 如利率、匯率、操作與系統風險 — 均必須妥善管理，而且在微觀與宏觀層面均須同時進行。現時所有市場都因為犯了「組合錯誤」而受損，商業或銀行機構集合起來的失誤，將積累成為全國層面的錯誤，再而在連鎖效應下越滾越大，成為牽連整個地區甚或全球的危機。商界或個別經濟領域固有的風險管理方法，純粹將風險從一個領域轉移到另一個領域，風險始終留存在經濟體系裏，到了80年代開始人們才逐漸明白，金融業監管實在是關係到全國風險管理的重要工作。

全國風險管理涵蓋六大方面 (Sheng, 1996)：

- **可信賴的政策**，其中貨幣與財政政策互相銜接，貫徹執行。
- **資本賬自由化應按照適當步伐逐漸推行。**
- **穩健的基本設施**，包括國內儲蓄率維持於高水平、可持續的財政與國際收支平衡狀況、大量外匯儲備，以及審慎的債務管理。
- **良好的監管**，包括規定金融機構維持充足資本比率與流動資金，進行定期審查，以及監察金融機構和市場。銀行體系必須具備足夠能力，避免出現信貸過度集中與風險過大，同時妥善管理市場風險。
- **穩健的金融基本設施**，包括為處理本地與國際交易而設立有效的支付結算系統。簡單來說，全球各地正邁向即時支付結算系統，以實現即時貨銀兩訖與即時匯款同時交收。即時支付結算系統能減少支付風險，中央銀行

藉此可以監察本地貨幣流量即時變化與銀行借貸。

- **稅務或監管限制等優惠待遇結構**，當局應小心注意這類優惠待遇不會刺激風險集中或過度借貸予任何經濟領域的問題。

簡單來說，管理全國風險就是要達到三大目標。第一，將全國資本與負債比率維持於低水平，原因是槓桿作用越大風險便越大，若涉及的資金來自海外，問題更嚴重；海外舉債越多，便越容易受到外來衝擊所影響。第二，促進國內儲蓄水平，這一點應可從銀行較高資本額、信貸與國內生產總值比率較低，以及較充裕的財政盈餘等體現出來；由於具備較大靈活性，一旦受到內在及外來衝擊而需整頓經濟，也能較從容地抵受其中的苦楚。第三，不論採取何種匯率制度，當局均須堅決維持貨幣穩定，換言之，必須做到外匯儲備豐厚，通脹低企，以及銀行體系穩健。

資產價格與匯率制度

亞洲市場風潮也引發匯率制度是否罪魁禍首的疑問。我相信亞洲刻下的問題並不關乎名義匯率制度應該採取浮動抑或固定的一套，而是關乎經濟體系的實質有效匯率，換言之，是它的基本生產力與全球競爭力。

舉例說，人們有一種錯覺，認為資產泡沫是由固定匯率造成。但大家看看近期發達國家出現的資產價格泡沫的例子，便知道在80年代，如日本、北歐與英國等採用浮動匯率的國家，也出現了資產價格泡沫。資產價格漲升的問題，不能單獨以利率來解決，原因是價格漲升背後成因甚多。

就亞洲而言，我們可以指出的主要成因有四：

- 第一，亞洲家庭傳統上將自置居所看成不只是一種社會需要，更是對抗通脹的最佳保值方法。
- 第二，亞洲市場人口年輕，邁向城市化的速度極高。在不少亞洲經濟體系中，人們本身對這項商品的強大需求，已能很快地消化了過剩的住屋供應。
- 第三，住屋供應限制也助長了房價。這方面的例子包括土地供應不足、房屋與建造稅負過重、城市規劃與審批程序效率低，抑制了市場面對住屋需求上升的回應速度。此外，放寬供應限制因素推行過急，也是造成供應過剩的一個原因。
- 第四，全球流動資金充裕，這樣增加了融通的方便與機會，但也促使人們對資產價格漲升抱着過高的預期。

對香港的衝擊

近期亞洲匯市接迭受創，各個經濟體系無一倖免，即使香港擁有強大的基本因素也受到衝擊。

全球資源游移不定，以及亞洲以外地區提高生產力，造成全球經濟的結構性競爭，是亞洲問題的癥結所在。明乎此，我們便知道結構性調整必須透過內部價格或對外價格的調整來完成。像香港這樣實施固定匯率制度的經濟體系，對外價格既然被固定，調整的工夫便應從內部價格——尤其是資產市場——的改變着手，至於採取浮動匯率的經濟體

系，則可能要在內部與對外價格同時進行調整。這正是刻下的趨勢。若以美元作為基準貨幣，可見上星期五香港股市恆生指數已較年初下跌26%，新加坡海峽時報指數下跌32%，日經225指數28%，其他東盟成員國家／地區指數則達50 - 60%。由此來看，不論實施何種匯率制度或會計幣種，市場一律難逃調整的命運。

全球競爭加劇令亞洲不得不進行調整，那到底有沒有可以避免調整造成痛楚的妙法？問題顯然是「沒有」。一般來說，我們調整步伐越快，痛楚也越少。處理這個問題的方法有幾種。有些人認為採用浮動匯率制度便能止痛，但我們不要忘記，香港也曾在1974年至1983年期間實施浮動制度，當時不但增長波動較大，通脹也較現時嚴重。作為一個開放式的經濟體系，香港貿易與本地生產總值的比率是285%，遇到匯率起伏不定，通脹便會立刻透過進口輸入本地。亞洲近期的實際經驗剛好與理論相反：在浮動匯率制度下，由於匯率波動涉及的風險較高，息率水平便亦更高。

很多人以為香港所實施的是掛鈎匯率制度，這是一種誤解。港元奉行的其實是固定匯率，並非時不時需要調整的掛鈎制度。香港聯繫匯率制度採用貨幣發行局的操作形式，港元鈔票發行時必須以美元提供十足支持，而所用的是每1美元兌7.80港元的固定匯率。這項發鈔機制確保所發行的鈔票得到外幣提供十足支持。截至9月底，以外匯基金與土地基金資產的持續預算盈餘及累積盈餘計，香港外匯儲備實際總額達到881億美元，排名全球第三大。此數是流通港元的7倍多，也是港元M1貨幣供應量的3倍多。

貨幣發行局制度本身具備一種自動調節機制，以維持匯率穩定。每當有資金從港元流出，金融管理局便向銀行出售美元，以買回港元。到了結

算日，金融管理局從銀行的結算賬戶扣除所需的港元數額，並將有關的美元存入同一銀行在紐約的賬戶內。由於銀行出售港元的數額比起它們在金融管理局的結算賬戶實際所持的可能較多，若要取得足夠港元，便只有向其他銀行拆借，這樣便會刺激銀行同業息率上升；另一辦法就是向金融管理局售回美元，換言之，就是將原來所持港元空倉進行平倉。事實上，銀行普遍持有外幣好倉，故此並不會持有過多港元。截至7月底的最新數字顯示，香港銀行體系所持港元空倉約為330億港元，或40億美元。

除了穩健的貨幣發行局機制外，聯繫匯率制度也得到亞洲區內幾乎最雄厚的基本因素支持。

- 經濟增長錄得5.5%之強。
- 香港財政狀況持續強穩，過去10年來，財政盈餘佔本地生產總值的平均比率為2%。1997年初至今的財政盈餘佔本地生產總值的比率為4.4%，預計全年比率將超過5%。
- 政府沒有對外負債。
- 外匯基金與土地基金合共持有1,000多億美元資產。
- 商業機構債務比率幾乎是亞洲最低。
- 對外賬目大致平衡。

由於香港奉行自由市場，並擁有強大的基本因素，面對震盪的承受能力便較高。我們的經濟以服務業為主，服務業佔整體經濟的83%，因此香港具備很強的競爭優勢。香港商人在中國內地與東南亞均有投資設立製造企業，作為區內的主要投資者與生產工序綜合基地，香港企業可將生產工序遷至出口競爭力最強的地區。此外，中國內地每年經濟增長仍達8 - 9%，加上通脹率低，對外賬目平衡，

積極推行企業與金融改革。這些因素均能促進香港作為中國市場主要窗口的地位。

現時利率較高，反映貨幣風潮下亞洲風險溢價稍升。我們承認息率上升影響股票及物業市場，但我們也應當明白資產市場已冒升了好一段日子，造成過熱，因此有必要以較高的利率來使市場降溫。事實上，香港第二季經濟增長達到6.4%，資產市場需求過多，人們已預料會出現調整，而物業價格稍為回順，也將使更多人能實現自置居所的計劃。

此外，利率上升鼓勵人們多儲蓄，這樣也有助遏抑通脹。在自由市場模式下，待至通脹及資產市場完成調整，香港的競爭力便會進一步提升。以實質有效匯率計，鄰國貨幣競爭性貶值造成的有利效應，將會被本地通脹加劇所抵銷。而且，高息率也致使對外賬目更能確切反映經濟基本因素，改進貿易平衡。作為自由市場經濟體系，香港目前進行着的調整實在與理論的一套完全相符。

再者，我們的銀行業非常穩健，資本雄厚，足以抵禦任何衝擊。1997年上半年，本地銀行經營利潤報升約18%；「特定分類」貸款水平由對上一年2.91%，下降至2.08%；撥出的壞賬準備金亦下降。整體而言，本地銀行資本充足比率超過17%，平均貸款價值比率是70%，而根據我們在1994年9月底的調查，實際計算的貸款價值比率為53.3%。因此，金融管理局致力促進銀行業的穩健發展，其中包括建議成立按揭證券公司以分布期限風險，以及設立效率超卓的即時支付結算系統。對於減少外來震盪對銀行體系造成的影響，這些都是必要的措施。透過即時支付系統，金融管理局能對銀行的即時結算交易進行密切監察，而銀行在此系統下也須採取更審慎態度，以為結算交易妥善籌劃資金及準備充裕的流動資金。以上種種均符合我們致力提高市場效率的目標，這樣做促使自由市場能以合適價格及更快捷地配合市場的總供需。

但我們應時常緊記沒有免費午餐這回事。固定匯率制度表示經濟具備靈活的特點，以根據匯率作出調整。香港偏高的儲蓄水平、企業精神，以及高度的勞動生產力，是其擁有理想的靈活性的主要原因。固定匯率對公營與私營部門均起着一種制約作用，結果是經濟根據匯率作出調整，而並非匯率根據經濟作出調整。我們不是說固定匯率是完美的制度，即使國際貨幣基金組織也指出沒有完美制度這回事。但固定匯率制度卻是最適合香港的制度，我們將堅決維持。

結語

世界銀行進行「亞洲奇蹟」研究，我雖然有份撰文，但從來沒有把亞洲經濟發展的歷程看成是一項奇蹟。Paul Krugman也以「耕耘」(perspiration)而不是「僥倖」(inspiration)來解釋亞洲的高速發展。說得甚是，亞洲是勤勞、儲蓄、政府穩定及積極奮發的成果。但我們不能否認，亞洲企業生產力與效率之高，堪稱世界之最。大概我們都被本身成就所累：全球資金流入本區，是對亞洲成就的一種實質禮讚，但資金來得易時去也快，其中所涉的新挑戰與風險，相信大家都已覺醒過來。

亞洲現已步進新的發展紀元，面對更激烈的全球競爭。進行調整並非易事，特別是在建立更強力、更穩健的金融體系，以應付全球化的新風險方面，挑戰更大。亞洲已出現新的覺醒：無論調整多艱苦，我們也必須作出改變。由於各層面的競爭都趨向深化，全球化大勢已無回頭路可走，我們只得承認大家同住「地球村」裏，有禍同當。我深信憑着亞洲的基本優勢，包括靈活度、實事求是的價值取向，以及務實的政策，加上國際貨幣基金組織一點助力，我們必能闖過此關。引用該組織總裁米歇爾·康德蘇的話，正是塞翁失馬，焉知非福。亞洲將會更強盛及靈活，並會在新的全球經濟格局中繼續擔當一根重要柱樑。🌐

參考書目

- Fisher, Stanley, "Capital Account Liberalization and the Role of the IMF", International Monetary Fund, September 1997
- Garber, Peter M. and Spencer, Michael G., "Foreign Exchange Hedging and the Interest Rate Defense", IMF Staff Papers Vol.42, No.3, September 1995
- Greenspan, Alan, "Testimony to House Committee on Banking and Financial Services", 13 November, 1997
- International Monetary Fund, "International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues", September 1997
- Sheng, Andrew, "Asian Currencies in Global Perspective", HKMA, August 1997
- Sheng, Andrew, "Managing the Risks of Growth: Hard Money and Resilient Financial Systems", HKMA, February 1996
- Sheng, Andrew, "Regulatory and Development Issues in the East Asian Region", HKMA, August 1997
- Tsang, Donald, "Speech at Annual Ball of the Hong Kong Retail Management Association", 7 November 1997
- Tung, CH, "Speech to Hong Kong, Shanghai, Osaka Economic Co-operation Conference", 10 November, 1997
- The World Bank, "Private Capital Flows to Developing Countries: The Road to Financial Integration", Washington DC, 1997
- Yam, Joseph, "Asian Monetary Cooperation" - Per Jacobssen Lecture, Money and Banking in Hong Kong Vol.2, , HKMA, September 1997
- Yam, Joseph, "Hong Kong as a Financial Services Centre for China and the Asian Region", Coopers & Lybrand Financial Services Conference, 28 October, 1997