

貨幣全球化趨勢帶來了機會，但也帶來了風險。全球化發展的步伐在未來只會加快，不會減慢。各經濟體系必須認知市場動力正催迫它們與國際標準看齊。因此，二十一世紀的挑戰是要促進共同增長、防止未來危機，以及制訂國際金融新架構，以促進靈活的金融體制、高效率的全球資源分配和共用的全球標準。

我感到很榮幸應邀以香港城市大學特約教授的身分舉行首次講座，發表演辭。傳統以來，身為老師的，首先要向他的老師致謝。我在中央銀行界已有幾乎四分之一個世紀的時間，我希望藉此機會向我遇到的三位最出色的中央銀行家致意，多謝他們讓我有機會在他們旗下任職以及向他們學習。第一位是馬來西亞首位央行行長，也是當時的傳奇人物 Tun Ismail Mohd Ali，是他教曉我中央銀行工作的價值以及中央銀行在建設國家方面所扮演的關鍵角色。從他和他的繼任人 Tan Sri Aziz Taha，我認識到中央銀行要保持獨立，並不是依靠法律而是央行職員的能力、專業精神和操守。第三位是金融管理局現任總裁任志剛，雖然他是第三位，但這與重要性無關。是他帶我到香港來，讓我認識自由市場的運作方式。他讓我認識到香港正是一個最佳典範，證明自由市場的運作可以推動社會發展。我謹此將本文呈獻與三位良師益友，當然本文任何不對之處與他們無關。

教授的首次講座自然是要對一些舊課題提出嶄新的見解。因此，我希望就國際貨幣基金組織總裁米歇爾康德蘇稱為二十一世紀第一次金融危機——亞洲金融危機與大家分享一下我的個人意見。在未來幾年，經濟學者和歷史學家都會熱烈討論亞洲危機的源起、成因和影響。現在的情況就像風靡一時的電影(如黑澤明的羅生門)一樣，人人都看到它出現，但其來勢之快、影響之大卻沒有人能想像到，而每人都對金融危機的成因以及始作俑者有其

一套見解。我們提出了由微觀至宏觀的成因，我們也將事情歸咎於亞洲價值觀、政策欠佳、衍生工具、對沖基金、借款人過度借貸和技術，甚至厄爾尼諾現象。

今天下午我打算將講座分為三部分：首先，我們很快總結一下人們所指亞洲危機的主要成因；接着我會分析在一個全球資金流轉的新世界裏貨幣所扮演的角色；最後，我們會縱覽國際貨幣秩序——最新用語是國際金融新架構——所面對的問題。

### 亞洲金融危機

基金組織最新一期《世界經濟展望》(1998年)將危機分為多種類型。當投資者狙擊貨幣匯率，引致貨幣貶值(或急升)，或迫使當局動用大筆國際儲備或大幅調升利率以捍衛貨幣，就出現貨幣危機。另一方面，銀行危機是指實際發生或有可能發生銀行擠提或倒閉事件，令銀行暫停將債務進行內部互相沖抵，或迫使政府提供大規模援助來進行干預以防止出現擠提或倒閉事件。系統金融風險是指金融市場極度混亂，無法有效運作，這種風險可能會對實質經濟造成重大不利影響。外債危機是指國家無力償還其外債(不論是主權國或私營機構債項)的情況<sup>2</sup>。

基金組織認為各種危機都有共同的基本起因：通常是在金融體系受到干擾以及結構僵化的情

<sup>1</sup> 本文為香港金融管理局副總裁沈聯濤應邀在1998年4月28日於香港城市大學舉行的講座上發表的演辭全文。本文的編寫工作獲金融管理局的司徒詠君提供資料研究協助，以及梅務慈提供文書協助，作者謹此向兩位致謝。本文所載均為作者本身的意見，不一定代表金融管理局的看法。  
<sup>2</sup> 見IMF(1998)World Economic Outlook 第111頁。

況下出現經濟無法承擔的失衡狀況，以及資產價格或匯率不協調的現象。當資產價格突然出現調整，或信貸或海外資金流轉突然中斷，暴露了基本經濟和金融問題，令市場人士對貨幣或銀行體系失去信心，就會觸發這些危機。換句話說，當經濟極為脆弱時，如果金融或經濟受到干擾，就會出現這些危機。這些弱點包括：無法維持的宏觀經濟政策、金融結構問題、全球金融狀況、匯率失調、政治不穩以及市場氣氛轉變。<sup>3</sup>

我在世界銀行研究80年代8個經濟體系發生的銀行危機，並親自對另外7個經濟體系的銀行危機尋求解決方案<sup>4</sup>，因此我對銀行危機的本質和成因略有所心得。我個人認為金融危機是一個經濟體系的財富大幅減少，這種情況表現為資產價格大跌，對貨幣和銀行體系穩定構成威脅，以及其他宏觀經濟效應，如增長放緩、失業率上升等等。金融危機中最複雜的問題是財富損失的分配。此外，這些損失可以經由8種常見渠道分配至不同的承擔損失者：

- 利率(存戶與借款人)；
- 匯率(海外人士)；
- 稅率(納稅人)；
- 通脹(消費者 — 經由通貨膨脹稅)；
- 資產價格(財富持有人 — 如股份、證券、土地持有人)；
- 工資(工人因失業和實質工資減少)；
- 跨代轉移(通過政府債務)。

解決銀行和金融危機的問題基於政治因素而變得複雜，是因為解決方案涉及損失分配，這不是以民主方式作出權衡就可以解決。由於每一方都希望推諉責任，以避免承擔損失，所以解決危機通常

都要歷時很久，而且在政治上即使並非完全不可能，也會遇到重重障礙。自80年代汲取到其中兩項教訓值得在這裏再次提出：「越快越好」和「問題往往較預期嚴重」。

儘管我們自80年代的銀行危機得到不少經驗，其中包括著名的美國儲蓄貸款機構和北歐銀行事件，但對於亞洲其中三個最強勁的經濟體系在短短幾個月間變得要接受基金組織援助，推行基金組織計劃，亞洲以至國際社會都感到震驚。這次事件中損失的財富是有史以來最多的：美國聯邦儲備局主席格林斯班指出不計日本在內，自1997年6月以來股票方面的損失超過7,000億美元<sup>5</sup>，國際金融學會估計其中外資損失達800至1,000億美元，而且不包括債券虧損100億美元和經合組織成員國對這些經濟體系撥出的額外準備100億美元。

究竟是甚麼原因引致這次危機？基本上有兩個派別的意見。這兩個派別的意見並非完全互相衝突，它們的主要分歧在於管理經濟不善在事件中要負多少責任的問題。群帶關係式資本主義派別(以Paul Krugman教授為首)認為政策不善是這次危機的主因，這即是說危機是由內部形成的。特別是資源分配欠妥善，往往優惠在政治上有關連的個人或組織而不理會其還款能力是罪魁禍首。由於這些貸款隱含政府擔保，於是形成道德風險，銀行不會評估其借貸決定是否合理。由於缺乏有效率的銀行監管，令情況進一步惡化。<sup>6</sup>

繼這些經濟體系在90年代開放金融市場，以及這些市場逐步與全球市場融合後，龐大外資不斷流入，以致許多公司不斷擴展業務至超越了審慎經營的範疇，從事房地產投機活動，並在基建方面投入龐大資金，對私有化過度熱衷，更如火上加油。正如McKinnon and Pill (1995)指出，這些經濟體

<sup>3</sup> 見IMF(1998)World Economic Outlook 第111-2頁。

<sup>4</sup> 見Sheng (1996)和Sheng (1991)。

<sup>5</sup> 見Greenspan (1998)。

<sup>6</sup> 見Krugman (1998)。

系患了「過度借貸綜合症」，亞洲奇蹟 — 經濟急速增長和低通脹 — 造成的情緒高漲和野心，引致槓桿比率上升至經濟最終無法支持的水平。就如一群雀鳥一隻接一隻地飛，日本泡沫在90年代初爆破後，四小龍和新興工業經濟體系在幾年後也相繼出現泡沫現象和泡沫爆破的情況。

第二派的意見以哈佛的Jeffrey Sachs教授為首，這一派人士認為亞洲發生的事件基本上是典型的金融恐慌。儲備銀行制度有欠完備，以及銀行的長期資產與短期負債錯配情況往往令它們要承擔銀行擠提的風險。由於銀行體系脆弱，炒賣貨幣的活動會引發銀行擠提，最終引致資金撤離。這些系統性影響在亞洲特別厲害，原因是亞洲的期限錯配情況因貨幣錯配而更形嚴重。這種恐慌論指出，原則上經濟體系可以是「基本穩健」的，但由於缺乏流動性而陷入危機。因此，從傳統經濟指標來衡量，亞洲經濟體系頗為穩健，而危機的深度卻遠遠超出它們的失誤所應該帶來的後果。<sup>7</sup>

兩個理論提出的事實都有相同之處，但所得出的政策結論卻不相同。一方將責任歸咎亞洲價值觀、機構和政策，另一方則認為問題出在全球架構上：即是說即使一個新興經濟體系表現穩健，由於沒有新訂機制處理全球化發展的影響，所以規模細小的市場根本無法抵禦全球風潮。

讓我從全球角度來分析亞洲危機。這次危機是在全球貿易和經濟活動按穩健步伐增長的情況下發生。1996年和1997年初，經合組織經濟體系經濟狀況良好，亞洲經濟體系增長率與儲蓄率均處於高水平，除日本外，通脹普遍位於低水平，整體並無財政赤字。唯一明顯可見的不利因素是資產市場出現泡沫現象，以及經常帳赤字上升，但東亞地區整體來說並沒有經常帳赤字，北亞洲有盈餘，而東南亞則有赤字。

危機出現的部分原因是在中央計劃失敗的同時新市場開始出現。自1989年柏林圍牆倒塌以來，全球市場新增了30億名工人和消費者。由於中國、東歐、中歐和拉丁美洲勞工成本低廉，有大量未被開採的天然資源和獲利機會，所以進入這些地區的海外直接投資增加，因而引致生產力過剩。隨着金融自由化、私有化和新興市場出現，經合組織經濟體系的儲蓄率因為退休儲蓄而上升，這些資金開始湧進新市場以尋求較高回報。電訊和電腦技術的發展令市場趨向全球化，衍生工具的出現讓市場人士能夠進行套戥，解決市場之間欠缺效率的情況。由於預期成立歐洲經濟聯盟，歐洲通貨再次膨脹，而日本也放寬貨幣政策以便在泡沫經濟過後刺激通貨上升，全球流動資金因而到達歷史高位。

在這種流動資金高企的情況下，亞洲政策制訂者因為大量資金流入而受到蒙蔽，過度樂觀，許多借款人也趁機利用這些流動資金投資於股票和房地產市場。針對某些亞洲貨幣的投機活動首先在1996年下半年出現，而其餘的事情大家也都知道。

亞洲危機的首名代罪羔羊是匯率制度。部分觀察家認為亞洲政策制訂者實施美元掛鈎匯率制度過久，部分更認為轉行浮動匯率是日圓集團的先兆。然而，大部份人忽略了的，是在亞洲危機中受影響最少的兩個亞洲經濟體系是香港和新加坡。它們的基礎經濟因素穩健，金融市場深化，並各自推行不同的匯率制度 — 香港推行固定匯率制度，新加坡則為管理式浮動匯率制度。這一切似乎都證明Charles Kindleberger的意見，也就是只要有穩健的基礎因素和靈活的要素市場，名義匯率制度的選擇並不重要。亞洲的問題並非關乎名義匯率，而是實質有效匯率或基本生產力。

我還要再進一步加以分析。對我來說，亞洲危機表明香港和新加坡能夠屹立不倒，是因為兩者

<sup>7</sup> 見Radelet and Sachs (1998a and 1998b)。

都是首先步向全球化的亞洲經濟體系，在生產力、監管與透明度方面能夠與國際標準看齊。

作為全球市場參與者，我們不可能再以亞洲傳統的製成品或商品方面的出口量來衡量生產力。我們要從政策的靈活性和國家風險管理的效益（即有效率的金融制度有助有效管理風險）來衡量競爭能力。顯然，導致亞洲危機爆發的原因是金融中介機制欠佳以及風險管理不足。因此，我們必須建立均衡的經濟，同時發展製造業與服務業。

### 全球化世界中的貨幣

我現在轉入演講的第二部分：貨幣在全球化世界中的功能。作為一個業餘的經濟歷史學家，我常想到目前有關全球化貨幣功能的辯論，跟十九世紀金銀通貨主義學派和信貸學派之間對本國銀行貨幣的功能的爭議<sup>8</sup>，在很多地方都十分相似。經過了差不多400年的銀行倒閉風潮，第一家中央銀行才在荷蘭出現，擔任最後貸款人的角色。後來再有一連串恐慌和倒閉事件，Thornton (1802) 等人才作出概念上的突破，將「貨幣」和「存款」擺放在基本上同等的位置。也遲至1873年，才有倫巴德街的Walter Bagehot漂漂亮亮地闡述中央銀行在解決銀行倒閉上的角色<sup>9</sup>，而這項原則至今仍然合用。

在60和70年代，曾有對貨幣在通脹中的作用和貨幣政策的功效的激烈爭辯。到了80年代，金融理論取得重大進展，衍生工具產品成為推動金融市場發展的重要力量，以致中央銀行紛紛急起直追，務能掌握這方面的知識。以下我打算根據金融理論的最新進展評述貨幣的功能，我會試以一個現代資產管理人的語言來作解釋，所以用詞可能跟純學者的有所分別，請大家理解。

根據課本的定義，貨幣是：

- 記帳單位；
- 交易媒介；和
- 儲值方式。

在此之上，可以再補充：

- 具有外在性的產權；
- 實質經濟的衍生工具；和
- 全球化。

### 貨幣的儲值功能

貨幣是記帳單位和交易媒介，大家都充分理解，但我希望在這裏討論一下貨幣的儲值功能。Maxwell Fry教授(1991)根據貨幣價值的穩定界定該貨幣為「硬貨幣」<sup>10</sup>。貨幣的內在價值通常按照通脹計算，外在價值則以匯率計算。一種貨幣的匯率若然穩定，通脹偏低，並有充裕的外匯儲備支持，該貨幣便被視為硬貨幣。亞洲危機已證明，貨幣具有潛在弱點，意思是即使通脹低企，貨幣的購買力也會受到資產價格和銀行信貸水平影響。

換句話說，中央銀行官員往往只針對消費物價通脹作為保障貨幣價值的目標，其實資產價格泡沫也會危害貨幣和金融穩定。對於泡沫為何形成這個問題，至今仍未得出令人完全滿意的解釋，但各地市場很多時候都會出現不合理漲升的現象，卻是大家都知道的。供應缺乏彈性和銀行過度放貸兩項因素結合起來，上述不合理漲升情況便成為最危險的事。由於銀行信貸是廣義貨幣的主要組成元素，有問題貸款越多，貨幣「軟度」越大。在封閉式的經濟體系裏，透過加息來對付資產泡沫，可能會收到

<sup>8</sup> 關於後者的辯論，可參見Schumpeter (1954)，第717-31頁。

<sup>9</sup> 遇上銀行倒閉，中央銀行應在抵押品的保證下自由放貸，但卻採用懲罰息率(Bagehot, 1873)。

<sup>10</sup> 根據較正式定義，貨幣的「硬度」是指市場人士持有貨幣資產的價值所涉及的信貸、流動資金和市場風險程度。在貨幣調查制度下，廣義貨幣的組成元素包括： $M3=NFA+NCg+NCp+NOA$

一些效果，但若是開放式的經濟，而投資者情緒仍支持着這個泡沫，加息只會吸引資金流入，令泡沫現象持續，造成繁榮假象——匯率和資產價格俱升，到了兩者掉頭向下，後果便會十分嚴重。

中央銀行官員一方面努力保持貨幣價格的穩定，但另一方面現代投資者已具備非常先進的工具，例如估計虧損風險模式，以為其資產保值。這些工具旨在算出個別投資組合內的潛在風險，而眾多組合集合起來的力量，足以形成組合大舉轉向的趨勢，結果資金流竄不定，正是過去10年間大家目睹的現象。

現代金融理論實際上告訴我們，資產價值不單是其風險狀況的函數，也是其流動性和波動性的函數。例如，我們都知道資產價值與其加權周轉期和利率水平之間的關係非常密切；加權周轉期越長，加息造成的資產價值跌幅越大。以下可總括我命名為變動加權周轉期法則的內容：—

「在不明朗的環境下，金融機構負債的加權周轉期縮短，資產的加權周轉期則延長。」

投資者這種避免承受虧損的表現特性——縮短加權周轉期以增加流動資金——正是造成金融體系脆弱的因素；把資產組合的加權周轉期壓縮，引致流動資金危機，利率因而驟升，並進一步壓縮資產價值，流動資金緊縮便形成了償付能力的危機。

### 貨幣是具有外在性的產權

我們明白了可以用現代金融術語來解釋貨幣的儲值功能，便會清楚知道貨幣其實是一種產權，產權的價值由可以取得的資訊來確定。基於產權的二元性，一方的權利通常便是另一方的責任。這方面的合約責任形成了金融市場上合約雙方的網絡，

參與者一旦違約，網絡便成為傳送連鎖效應的渠道。在法律觀點上，貨幣是責任的持有人和發行人之間的合約。儘管銀行存款只是涉及兩方的私人合約，但明顯地，這些合約是具有外在性的。

在使用硬幣的年代裏，格雷森法則中「劣幣排擠掉良幣」的說法，顯示從降低鑄幣成色會造成通脹的關係中，已可看出降低鑄幣成色將造成外在影響或涉及社會代價。國家降低硬幣的黃金或白銀成色，是以社會代價來謀取私利的做法。同樣地，銀行貸款變成壞帳，令銀行倒閉，將會引致私人（存戶）虧損，到了國家出手拯救，虧損便可能廣泛由社會承擔。可以說，政府繼續維持經濟無法支持的財政赤字，最終要以通脹上升的方式來支付代價。

但由於貨幣是廣為使用的支付和儲值工具，金融市場基本上是以交易對手之間訂立合約的方式來進行產權交易。以現代電腦術語表達，金融市場是連繫交易對手的網絡，價值得失都透過這個網絡傳遞。當人們擔心會出現違約，連鎖效應便會產生，一有避免虧損的部署，有關虧損便在不同債務合約持有人之間傳播。在封閉的經濟模式中，虧損只局限於一國之內，但若是全球化的經濟體系，連鎖效應便四處擴散。例如，韓國投資者本來持有俄羅斯和拉美債券，遇到信貸額度被收緊後便將債券賣掉，以紓緩流動資金緊絀的現象，但這種沽售行動卻促使兩地債市急挫。

我們上面已解釋貨幣外在性引起的連鎖效應，尚未觸及波動性的問題。我們已開始了解資訊理論、通訊和科技對金融市場的影響。由於貨幣是一種產權，其價值不單取決於可供參考資訊是否充足，也會受到產權的合約基礎影響。只有在資訊完備和合約具備完整的法律效力的情況下，完全的市場才可發揮理想作用。資訊不全會造成市值波動，

其中：NFA代表淨外幣資產；NCg代表對政府的淨信貸；NCp代表對私營機構的淨信貸；NOA代表其他淨資產。貨幣價值取決於外匯支持的充足程度（NFA）、透過財政赤字創造貨幣（NCg）、銀行信貸素質（NCp），以及銀行資本和儲備（NOA）。從貨幣的名義價值中扣除利率、匯率、信貸和其他風險的影響，便可得出貨幣的「實質價值」。港元硬度特別高，原因是外匯儲備相當於港元M3供應量約45%，而且政府預算錄得盈餘，銀行信貸以國際標準計屬於良好水平，以及銀行資本偏高，而資本與風險資產的充足比率更超過17%。

人們擔心違約的心理因素更增加波動的風險。我們不幸遇上亞洲危機，已從中領會由於資訊不全和合約法律效力不完整，市場便不能有效運作的教訓。事實上，正是缺乏資訊和人們擔心破產法不完備的原因，將會進一步蠶食資產價值，導致亞洲出現恐慌性銀行擠提和撤走資金行動。不過，除此以外，尚有另一項元素會增加波動性，這就是槓桿效應。為能更清楚了解它，我們以下從衍生工具的角度探討貨幣。

### 貨幣是實質經濟的衍生工具

金融是實質經濟的一項衍生工具<sup>11</sup>。貨幣的價值取決於經濟體系內支持貨幣供應的淨財富；淨財富越少，貨幣價值便越低。Henry Kaufman曾提醒我們，衍生工具有三方面的好處：第一，能更有效率地分布風險；第二，能提供關於市場表現的重要資料；第三，能降低買賣相關資產的交易成本。然而，衍生工具被視為危險，原因是它們增加了金融市場的波動性，而且人們對其認識不深（風險不易覺察），所涉及的槓桿作用也相當大（Kaufman，1994）。

槓桿作用正是骨牌效應的核心。只要個別市場人士有能力償還債務，市場便會表現「正常」。但金融理論告訴我們，代理人會利用槓桿作用賺取最高回報；槓桿作用越大，風險和回報便越高。在若干槓桿水平上，市場人士若是越過了風險回報界限，一旦出現虧損便會禍及整個社會。資料披露標準低，更會增加市場不明朗局面，以致不論監管當局或市場人士都無法知道一旦有人無力償債，他所承擔的虧損何時開始倍增。

簡單來說，利用衍生工具，便可以把產權和風險分散到他人身上。衍生工具的誕生，是為了將

大批資產的產權分割和買賣，也就是按照資產特性把它細分成為便於管理的部分，跟最初貨幣出現是為了方便交易的原理一樣。我們幾乎可以無限地衍生產權，這是衍生工具能促使市場更有效率的要素，卻也是造成市場更大波動的原因。股票是一家公司的相關資產的衍生工具，股市指數是一籃子股票的二級衍生工具，股市指數期權則是三級衍生工具，如此類推。

由於衍生工具能夠衍生資訊，其價值與相關資產的關係可能並不穩定。衍生工具級數越高，就像金融信貸金字塔一樣，涉及的相關資產數量和種類便會越多，層次越複雜，資產之間的相互纏結關係也越緊密；一旦實質經濟突然逆轉，這座金字塔便會塌下，以致相關資產價值出現不利變化。由此可見，金融市場的脆弱與經濟體系內衍生工具的槓桿級數直接相連。

以衍生工具比喻貨幣，清楚說明了金融體系的一項特點：相關的實質貨品市場有效率和穩定，衍生工具才會有效率和穩定。我們總可以實質經濟本身的低效率或結構問題作為解釋金融市場崩潰的成因。由這項觀察得出的結論，就是要防範金融市場倒閉，政策上便必須從根本着手改革實質經濟的扭曲情況。處身於全球化的年代，我們必須使市場運作更好。

### 貨幣全球化

要更充分地了解和明白現代社會瞬息萬變的特質，我們可以看看二十一世紀全球經濟的主要特點，其中我要特別提出與我們的研究有關的五項：科技、人口狀況和儲蓄、資金流轉、儲備貨幣和潛在通貨收縮。

<sup>11</sup> 衍生工具是一項產權的產權。衍生工具的價值變動與相關資產的價值變動之間的關係，稱為delta ( $\delta$ )。二級衍生工具的價值變動與相關資產的價值變動之間的關係，稱為gamma ( $\gamma$ )，如此類推。事實上，金融市場根本就是實質經濟的衍生工具。可以說，中央銀行研究資金的傳遞途徑，其實就是研究資金相對於實質經濟表現的 $\delta$ 。

## 科技和金融

正如美國聯邦儲備局主席格林斯班去年說：「全球金融體系發展步伐急速，讓我們可以對資金流轉和支付流程的效率作出實質改進，但正是由於金融體系的發展，問題便更輕易地從地球的一角迅速散播到另一角。」

科技加快交易效率、增加交投數量，同時也大大節省成本，因而大幅度改變了全球資金流轉的規模和波動特性。此外，金融技術增加金融產品的類別，滿足消費者和投資者的需求。互聯網面世省卻了中間人的需要，金融中介機制和商業運作的結構已經改變。然而，由於軟件和硬件都可能會出現故障，科技也增加金融市場的運作和系統風險。進入二十一世紀，所有金融市場其中一項首要任務就是必須解決公元二千年的軟件配合問題。部分由於硬件和軟件方面的科技投資成本不少，以及金融市場放寬限制，市場上出現了銀行與證券商，以及銀行與保險公司之間的大型合併活動，形成龐大的全球金融超級市場。單一家銀行每年在資訊科技開發的花費可能高達10億美元，以致小規模金融中介機構不論在全球業務分布和服務水平方面都難以競爭。

## 人口發展狀況和儲蓄

造成過去30年全球經濟增長的其中一個原因，是戰後「嬰兒潮」一代已到達退休年齡，這在經合組織國家（特別是日本和歐洲）情況尤其明顯。人口老化使退休金和公積金相對於銀行短期儲蓄的重要性日漸增加。在美國、瑞士、荷蘭、英國和其他英語國家，退休金資產已相當於國內生產總值的五成到七成半（Hale, 1998）。歐洲和日本投放於國外的退休金資產都不超過一成，只有英美兩國例外。

退休和互惠基金增加海外投資，是全球資金流轉的一個主因，預期這項趨勢將在二十一世紀持續。

事實上，儲蓄模式轉變已造成全球金融結構出現重大變化，只略舉幾項數字即可見一斑。1993年以來，美國互惠基金資產增加一倍有多，達到4.5萬億元，已足堪與美國銀行體系並駕齊驅，而80年代初其規模相當於銀行體系還不到一成。股市暢旺，鼓勵人們透過互惠基金和退休金持有股票積存更大筆家庭儲蓄。目前全球股市總市值約20萬億美元，債市亦達20萬億美元。相比之下，迄1997年底，國際銀行貸款總額估計為10萬億美元<sup>12</sup>。據估計，全世界大額個人客戶擁有的可投資資產值達到12萬億美元<sup>13</sup>，相當於美國全年國內生產總值約1.5倍，或香港1997年本地生產總值的70倍。

這些僅是具體時間的實質資產數字。國際結算銀行最新數字顯示，截至1997年6月底，未平倉衍生工具合約總值為28.7萬億美元，而1997年上半年的交投量為13.8萬億美元。簡單來說，全球金融資產（以實質資產和衍生資產標準計算）已遠超出全球生產總值總和。金融金字塔將會在二十一世紀迅速增長。

## 資金流轉

金融資產這樣龐大，難怪全球資金流轉數量激增。國際結算銀行1995年的外匯市場調查顯示，1995年4月份每日外匯成交額為1.2萬億美元。世界銀行估計，私人資金流入發展中國家的數量已是官方流入量的五倍<sup>13</sup>，在1997年達到1,730億美元，只是在亞洲金融危機下才出現放緩<sup>14</sup>。若明白這僅僅相當於銀行、債券和股票資產值50萬億美元的還不到0.4%，便會很自然地相信二十一世紀的資金流轉只會增加，不會減少。

<sup>12</sup> BIS International banking and Financial Market Developments, Basle, February 1998。

<sup>13</sup> 見Capon (1997)。

<sup>14</sup> 見World Bank (1997) Private Capital Flows to Developing Countries。

<sup>15</sup> 見IMF (1998) World Economic Outlook, 第55頁。

<sup>16</sup> IMF (1998) Hedge Funds and Financial Market Dynamics, Occasional Paper 166, Washington DC., May。

無怪乎近期基金組織估計，坐擁1,100億美元資產的為數約1,000個對沖基金，其造成的影響仍及不上全球投資基金的投資組合活動。該組織的研究指出，對沖基金對小型新興市場來說可能龐大，但其對全球資金流轉造成的影響卻被誇大了<sup>15</sup>，這點我個人也有同感。

### 歐羅面世

討論二十一世紀不能不提歐羅面世對貿易、增長和儲備貨幣的影響。以本地生產總值計，當歐洲經濟及貨幣聯盟涵蓋所有15個歐洲聯盟成員國後，歐羅區將會是全球單一個最大的經濟體系。隨着歐洲內部重整以參與全球競爭，歐洲各地金融市場聯成一線後的規模和流動程度，將遠比亞洲為大。60年代，我目睹了美元取代英鎊的國際儲備貨幣地位後，金融市場隨即波動的情況，現在我能說的，就是到了二十一世紀最少會有美元、歐羅和日圓這三種國際儲備貨幣互爭長短，市場波動的歷史可能會重演。

亞洲有一個說法：「大象打架，寸草遭殃」。有個巧嘴的補充說：「大象即使交配，寸草也要遭殃」。我則認為草枯死了大象也要捱餓。現今世界顯然已發展至互相依存的地步。

### 全球生產力和潛在通貨收縮

過去10年來其中一項沒太多人注意的成就就是成功打擊通脹。儘管80年代和90年代初負債累疊和正經歷過渡期的經濟體系內出現惡性通貨膨脹，但推行市場改革、緊縮貨幣和財政政策、改善科技轉讓，以及企業重整等因素已提高全球整體生產力。通脹顯著下降，以及商品和製造貨品生產力過剩，已達到引起金融市場擔心可能出現全球通脹收縮的地步。

鑑於歐洲經濟及貨幣聯盟限定推行嚴律的貨幣政策，加上美國對抗通脹成績斐然，有些人擔心

隨着亞洲經濟體系進行重整，以及大型經濟體系進入周期性低潮，全球可能出現通貨收縮，不少人更恐怕30年代「大蕭條」局面可能重臨（後來採納凱恩斯學派主張的通貨復脹，蕭條現象才得以扭轉）。

簡單來說，個別經濟體系與現今的全球金融市場相比，是小巫見大巫。由於資金四處找尋在可接受的風險程度下賺取最高回報的機會，資金流轉不過反映投資組合調整的結果。為處理資金流轉不定的情況，金融體系需要變得比以前更靈活穩健，更需維持資本充足和審慎監管。世界各地正不斷朝向全球標準的目標發展。Walter Bagehot在1873年說：「貨幣不會自行管理，倫巴德街上正有大量貨幣有待管理」。到了二十一世紀，誰會掌管全球資金——私營機構抑或公營部門？

### 國際金融新架構

上面從全球視角分析過貨幣和資金流轉後，我們便可開始探討亞洲金融危機其中一個最慘烈的教訓：全球化發展下資本帳開放，經濟體系不再擁有貨幣自主權。這從香港實行Mundell-Fleming模式的固定匯率制度，致使貨幣政策自主權改交美國聯邦儲備局手上，已清楚可見。但即使實行浮動匯率制度而備受資金流轉浪潮吹打的經濟體系，也已放棄貨幣自主權。事實上，經濟體系若然對資金流轉管理不善，最後可能會像那些已採納基金組織重整經濟方案的國家一樣，失去部分自主權。

我們從亞洲金融危機中領略到，開放資本帳又調高利率，令投資者誤以為能坐收高利率回報和匯率上升的雙利，因此投入大量資金。利率手段在對抗資產價格通脹上已失去部分效力。即使實行浮動匯率制度的新加坡，亦已於1996年棄用利率改採供應學派手段來對付資產價格上漲問題。

不幸的是，在全球資金流轉的壓力下放棄貨幣控制權，是不易令人接受的做法。各地政府仍然



指望國際金融組織施以援手。諷刺的是，用來對抗二十一世紀首場危機的救火車，其設計基本上遠溯至40年代，更具體一點，是1945-46年的布雷頓森林會議。國際金融組織的手段、基金組織對固定匯率制度採用的國際收支平衡融資，以及多邊發展銀行提供的交叉補貼長期發展融資等大部分已被新的全球金融制度改變。

國際金融新架構對於全球貨幣穩定不但有利，更是不可缺少，這一點必須了解清楚。在完美的全球環境中，只會有一種全球貨幣和單一套貨幣政策，這樣便可以有一個最後貸款人，也就是一個照顧全球的最後貸款人 (Kindleberger, 1989)，Paul Krugman對此也表示同意<sup>17</sup>。

基金組織能否發揮與各國或各地的最後貸款人互相補足，擔當全球最後貸款人角色，以遏抑國際連鎖效應和防範出現系統性全球崩潰？由於這項功能通常需要成立一個擁有貨幣發行權的國際金融管理局，我個人懷疑基金組織的主要股東會否容許它擔當這樣的職能。儲備貨幣發行國家的反應，可能不會像開放模式的小型經濟體系般熱切，暫時仍不願意把貨幣自主權拱手讓予一個國際組織。

基於這些制度上的局限，我們應該探討國際金融新架構需要具備那些基礎條件。首先，我舉出基金組織總裁康德蘇提出國際貨幣新秩序的七項「支柱」：

- 披露較充分的經濟和金融數據；
- 對各地經濟政策進行區內監察；
- 金融市場改革，包括加強審慎監察和規管；
- 制定有秩序重新談判債務的有效措施，包括有效的破產法；
- 有秩序地開放資本帳交易；

- 實施穩健監管和措施以打擊貪污腐敗；和
- 為多邊貸款機構 (如基金組織) 提供充足資源。

以下我要評論幾項問題。第一，資源。國際貨幣基金組織為應付亞洲危機，不出數日內已牽頭籌集總數達1,100億美元資金，值得表揚。但相對於全球數目眾多的金融體系來說，國際金融組織整體資源仍然薄弱：基金組織、世界銀行和亞洲開發銀行總資金僅得4,000億美元。因此，去年9月在香港對增加基金組織份額的決定，據我看是加強全球金融穩定的最低限度工夫，我亦促請主要繳納國修訂新借貸安排 (香港率先參加該安排)。此外，我相信國際社會應全力支持基金組織增加份額之舉，並且盡快落實完成。

第二，拒絕向國際金融組織貸款者經常引用的藉口是道德風險的問題。有些人更辯說官方借貸本身便是一種道德風險，導致私營機構罔顧後果地舉債。這個說法的邏輯，近似說罪案發生應歸咎於警察的存在一樣荒誕。前紐約聯邦儲備銀行總裁 Gerry Corrigan 的分析一針見血：

「有關政府干預和道德風險的一些學究式論據，值得關注和參考，但它們在很多方面未能握住要點，僅可供作辯論之用，而且往往經不起現實環境的考驗，特別是系統連鎖效應造成的恐懼因素。」

第三，利用市場提供資金，以補足官方借貸。由於官方借貸始終都是公帑，需要依循問責和法律批核制度，換句話說，以官方借貸來應付金融危機，是永遠不會足夠的。即使國際金融組織的條件限制可以處理道德風險的問題，但市場不流動的弊病卻非透過以市場價格提供的市場資金來解決不可。已有機會參與市場融資的多邊開發銀行，應發揮催化作用，指示市場資金在基金組織的條件限制

<sup>17</sup> Krugman, 1998。

下如何可以按照適當價格重新流入市場。沒有一些信心指示效應，市場差價在幾日內可以由80個基點狂升至800個基點，令市場資金絕跡，去年12月韓國債券的經驗便是證明。

事實上，假使我們同意基於上述考慮不能設立國際最後貸款人，則除了官方和私營機構聯合融資外便別無他法，而官方和私營機構合作解決國際金融危機，對於現今金融架構來說是較新鮮的事。

第四，定出全球單一標準。基於以上有關資訊不足、合約不完整的分析，制定全球單一標準的構思可能出現 (Wolfensohn, 1998<sup>18</sup>)。全球標準代表較高的透明度和披露要求、較嚴緊的問責制度、較穩健的本地金融制度、開放貿易和金融市場、優質監管，以及獨立的法律程序。套用Guy Pfeffermann的話說，金融最佳經營手法的全球標準也涉及微觀層面的企業改進<sup>19</sup>；意思就是企業管理或制度架構 — 例如法治、披露要求、解決爭議、審計和小股東待遇 — 均以市場為本。全球標準將透過全體國際機構(包括協助制定標準的私營組織)加強。

由於全球標準本身的演變可能會引起較大爭議，臨時委員會4月份於華盛頓舉行的會議上已開始建立共識。財政部長和央行行長組成Willard

Group同意建立三個特別工作小組，以研究和商定採取下述行動：1)提高透明度、披露要求和問責性；2)鞏固金融制度和市場結構；和3)危機出現時官方和私營機構兩方面適當分擔責任。

## 結語

總括來說，貨幣全球化帶來不少機會和風險。金融中介機制的缺點和風險管理不足，是造成亞洲危機的錯誤，市場回應帶來嚴重的後果。全球化在二十一世紀的步伐看來將會加快而不會減慢。推行自由貿易的地區已領略到，遵循全球標準運作將可受惠，推行封閉市場則可能表現落後。

二十一世紀的挑戰，是促進共同增長，防範危機出現，以及設計出新的國際金融架構，希望能在普遍採用的全球標準下提高金融體系的適應能力、促進全球資源的有效分配，以及維持公平的競爭環境。我們必須致力使市場運作更好。

作為全球數一數二的自由市場經濟體系，以及主要金融中心，香港從市場中學習到不少寶貴知識，可以跟其他經濟體系和新興市場分享。我們很榮幸能參與Willard Group的工作，希望這個小組的工作有助於建設新的國際金融架構和更穩健繁榮的二十一世紀。☺

<sup>18</sup> Wolfensohn, J. (1998) "Address to Development Committee", Washington DC., 17 April.

<sup>19</sup> Pfeffermann, G. (1998) "Crisis in East Asia" Transition, World Bank, April.