

儘管大部分經濟體系均錄得較預期為佳的增長，然而為了確保經濟復甦能夠持續下去，我們必須繼續進行結構改革，以及更有效監察資金流向。

亞洲經濟正在強勁復甦：大部分經濟體系的表現均較預期為佳，國際收支平衡狀況顯著改善，國際投資者恢復在區內資產市場投資，亞洲政府債券與美國國庫券的收益差距亦大為收窄。根據國際金融學會的估計，1999年流入亞洲新興市場的私人資金淨額達390億美元，幾乎是1998年的6倍，並預期2000年會再增加50%，達590億美元。面對這些利好因素，我們大有可能會忘記過去兩年亞洲金融危機所帶來的極大痛楚，以及從中所領略到的教訓，因而變得自滿。然而，若要區內經濟持續復甦，我們便必須保持警覺，留意這些蓬勃的現象背後所潛伏的風險。

本土結構性改革的挑戰

為了應付這些風險，我們需要處理亞洲所面對的三項挑戰。第一項挑戰是面對市場全球化和自由化的發展，我們需要有穩健的金融系統配合。在危機爆發前，銀行體系往往監管不足，又傾向承擔過量的期限錯配風險，以短期借貸來提供長期投資所需資金。此外，許多亞洲經濟體系的私營機構均過度擴展，進行高風險或低回報的投資。更糟的是，銀行和私營機構往往承受過度的匯兌風險，以外幣貸款來提供只能帶來當地貨幣收入的投資項目所需資金。銀行的風險管理和銀行業監管有欠妥善、政治干預，以及透明度嚴重不足等因素，均令各種監察機制難以有效運作。結果是區內備受金融風暴影響的經濟體系要動用巨額資金來改革它們的銀行體系，涉及的數額估計相等於當地生產總值的25%。

自亞洲金融風暴爆發以來，區內各經濟體系均採取了重要的策略性措施，營造有利環境，讓經濟能迅速全面復甦。不過，除非進行徹底的結構性

改革，否則復甦難以持續。幸好，亞洲各地均在致力推行全面的銀行重組和改革計劃。同時，有關當局也採取措施，處理過度擴展和債台高築的私營企業造成的問題。不過，經濟急速增長可能會令我們無視過去顯而易見的問題。因此，我們必須堅持繼續進行改革，否則可能會窒礙目前剛開始的復甦。

監察資金流向的挑戰

第二項挑戰是要更深入了解流竄不定的資金流向所造成的風險，以及如何能掌握有關數據，來加深我們對這些資金流向的了解。一直以來，人們都認為資金流向與貿易流向相同：無論它們在哪裏出現，和以甚麼形式出現，它們都一定會為經濟發展帶來長遠利益，因此流向越自由，好處就越大。但貿易自由化與金融自由化兩者之間其實存在極大差異。以貿易自由化而言，我們有健全的統計制度來記錄國際貿易數據，以及其對實質經濟的影響。此外，我們也同時制定了制度架構和規則，以處理如關稅、配額、補貼及傾銷等貿易措施及反措施，並有解決糾紛和仲裁的機制。相反，有關資金流向的統計制度相對來說就非常有限。同時，我們也沒有任何類似世界貿易組織處理商品和服務貿易所引起的問題的機制，以處理流竄不定的資金流向所引起的糾紛。

1998年，全球商品貿易總值54,000億美元，與國際金融的規模比較，實在相形見绌。1998年全球外匯市場平均每日交投量達15,000億美元，約相當於商品貿易的70倍。除此以外，1998年的場外衍生工具合約的每日交投量為13,000億美元，截至1998年6月底的未平倉名義總額達720,000億美元。無疑，外匯及場外市場的增長，以及資訊科技的發展，促進了跨境資金流向，以及提高了風險管理標

準。然而，我們也應該問一問這些天文數字背後的真相：假如金融衍生工具買賣繼續以倍數計增長，對相關市場究竟會有甚麼影響？我們是否能掌握這720,000億美元的衍生工具倉盤代表甚麼？我們又是否真的理解在場外市場的金融衍生工具買賣產生的資金流向的性質？

困難在於我們對這些問題大都沒有答案。首先，我們根本就沒有完善的統計制度，以記錄資金流向的數據。目前有關國際收支平衡、國際投資狀況或資金流向帳目的數據有兩個主要的不足之處，其一是只有季度數據，公布次數不夠頻密，其二是在貨幣、行業及金融工具等方面的數據分類不夠仔細。國際結算銀行、國際貨幣基金組織和經濟合作與發展組織等機構均曾嘗試收集有關統計資料，但有關數據卻不夠完整，而且也並非最新的數據。

這不僅是數據編製人員要處理的統計資料問題，也是有關當局一個重要的政策問題，而且更會影響其他資料使用者。更頻密地編製詳盡的資料，需要大量資源，但現有搜集和編製統計資料方面的資源又非常不足。因此，現時正是適當時間，重新研究一下資金流向的數據是否足夠，有需要時，也應檢討目前對收集實質經濟環節或其他統計數據方面的優先次序。

應付高槓桿機構對市場穩定造成的影響的挑戰

第三項挑戰是如何應付利用高槓桿效應運作的機構(高槓桿機構)對市場穩定造成的影響。關鍵是如何改善金融市場的運作，以促進市場穩定。國際就這方面已作出廣泛討論，下文會扼要載述有關的主要發展及面前的挑戰。

亞洲金融危機已顯示出在競爭激烈的全球化金融世界裏，出現了一些規模非常龐大的個別市場人士。這些市場人士利用槓桿效應，能夠調動的財政資源往往超過規模較小的經濟體系的本地生產總值。他們不論單獨或與其他市場人士一起行動，均

可在小型經濟體系的市場累積極大量倉盤，甚至能左右市場的短期走勢。再加上缺乏場外市場的資料，無論是有意或無意，高槓桿機構的持倉狀況都可能會過度集中，以致對市場穩定產生不利影響。

因此，有兩種不同的情況令人關注高槓桿機構與金融市場的互動關係。第一種情況是持倉量過多的高槓桿機構被市場力量吞噬。規模類似長期資本管理公司的高槓桿機構若出現問題，要在市場上迅速平倉，就是規模龐大、發展成熟的市場也會受到影響，引發系統性問題，危害全球金融體系。有說對沖基金在長期資本管理公司事件後已縮減規模，所以再次出現類似事件的可能性相當低。雖然這個可能性極高，但隨着投資者恢復信心，由機構投資者及大戶流入對沖基金的資金均有所增加。

第二種情況通常稱為「池塘裏的大象」問題，也就是高槓桿機構在規模較小的金融市場累積相當大量且高度集中的倉盤，肆意炒賣，令這些市場產生激烈動盪。不過，一個可喜的現象是，在國際層面上，大家逐漸認同需要認真處理這個問題。

現正採取甚麼措施？這些措施是否足夠？

國際間曾提出不同的方法，處理上文提及的兩種情況所引起的問題，目前最常用的方法是透過改進交易對手風險管理。改善方法分為兩方面，間接方面是要求銀行和其他金融機構向高槓桿機構提供信貸時，要更加審慎；直接方面是鼓勵高槓桿機構提高其本身的風險管理標準。這些做法都是相當合情合理的，因為隨着銀行貸款更為審慎，以及高槓桿機構加強風險管理，出現高槓桿機構過度借貸及在大型金融市場持倉過度集中的情況的可能性便會大為降低。

無論是公營或私營機構都在致力推行這項措施。公營機構方面，巴塞爾銀行監管委員會和國際證監會組織均分別就與高槓桿機構交易的有效辦法，向銀行和證券公司發出指引。最近的討論集中

在監管當局如何促使金融機構遵守風險管理標準。為此，巴塞爾銀行監管委員會提出了兩項修改《資本協定》的建議：即撤銷非銀行機構場外交易衍生工具風險額的風險權數為50%的上限，以及鼓勵交易對手就回購交易收取初次保證金。

私營機構方面，由12家主要國際金融機構組成的交易對手風險管理政策小組在1999年6月發表了一份報告。5家主要對沖基金也在2000年6月就加強交易對手風險管理及內部管制發表業內小組報告。

雖然我們認同高槓桿機構及其交易對手加強風險管理是相當有用的第一道防線，但仍然有兩個主要問題令人關注。第一，競爭壓力重現，可能會再次令風險管理標準下降，甚或崩潰。近期有傳聞指出，隨着大家漸漸淡忘長期資本管理公司的事件，部分大型高槓桿機構也變得沒有過去那樣樂意向交易對手提供資料。因此，監管機構必須繼續推出適當措施，鼓勵金融機構持續恪守有效的風險管理方法。

第二，這些建議不一定足以解決小規模開放市場所面對的問題。即使整體的槓桿比率有所減低，但相對於這些市場的規模來說，高槓桿機構的持倉量仍有可能相當龐大。同時，在某些情況下，高槓桿機構可累積足以動搖較小規模市場的倉盤，卻仍然不會超過槓桿比率及／或流動資金風險的內部限額。因此，我們不能單單依賴加強風險管理來減輕問題。

促進市場穩定的第二個建議是提高透明度及增加披露資料，以便讓市場能更有效運作。這方面有兩項主要國際性措施，一是在企業層面，一是在市場層面。在企業層面，有紐約聯邦儲備銀行的Peter Fisher任主席的加強披露資料多元工作小組，該工作小組制定了一套披露資料範本，讓個別機構主動披露其風險額。這項措施可謂開創先河，因為

這是私營機構首次就其風險額提供更多資料。然而，這些資料的作用有多大，則主要視乎有關資料的分類有多細緻。

此外，美國總統轄下的金融市場工作小組建議：(a) 要求大型對沖基金更頻密地向公眾提供多些更有用的市場風險資料；及 (b) 要求上市公司披露有關其對高槓桿機構承擔的財務風險的資料。這方面的挑戰是，各國政府也要採取類似措施，定出相當的披露資料標準，以免有關機構可乘機逃避監管。

在市場層面，由十國組織成立，並由法國央行的Jean-Pierre Patat領導的工作小組，就收集和公布外匯市場整體持倉狀況的數據的可行性作出研究。如果能夠推行這項措施，小規模開放市場便能掌握其貨幣市場的狀況，以及高度集中倉盤的累積情況。然而，十國組織央行行長已於1999年11月決定不會進一步推展這方面的工作。十國組織作出這項決定，是因為發覺上述建議有多項實質限制，包括難以得到全面遵守、不可能迅速提供最新數據，以及涉及巨額費用。十國組織決定不推行這項措施，令有關市場集中情況的資料出現真空。這實在非常可惜，國際社會應該研究其他辦法，以填補這個資訊缺口。

上文提過的兩個方法，即加強交易對手風險管理，以及提高透明度與增加披露資料，相信有助解決有關過度借貸及高槓桿機構透明度不足的問題。尚待解決的問題還有高槓桿機構肆意炒賣的行徑，例如是操控價格，使市場人士產生羊群心理，出現恐慌性拋售。這些做法均會導致市場不能有效運作。因此，私營機構市場人士應進行檢討，並制定行為守則，以提高市場交易手法的標準。若要這類守則發揮應有作用，便需要針對個別市場制定專門守則，而且這些守則要適用於有關市場的所有參與者。

結論

歷史，尤其是金融危機往往會重演。單以過去10年為例，1992年發生歐洲匯率機制危機，1994/95年墨西哥披索危機，最近有1997/98年的亞洲金融危機。類似的金融危機不斷發生，實在令人困擾。儘管這些危機不盡相同，但如果我們不能從過去的失誤汲取教訓，市場會繼續就這些失誤施以懲罰。近幾年發生多次影響重大的金融危機的唯一不同之處，就是懲罰越來越重。

上文列舉了自過去的金融危機中汲取到的教訓，反映我們面對三項主要挑戰。第一項挑戰是本土的結構性改革，第二是監察資金流向，最後是應付高槓桿機構對市場穩定造成的影響。當然，這並非我們面對的所有挑戰。然而，只要個別經濟體系和國際金融界能下定決心處理這些挑戰，我們就能大大減低系統性風險、改進國際金融體系的運作，以及使金融市場更趨穩定。雖然無論在本土或國際層面都花了很多功夫處理這些問題，但我們仍然要繼續努力，促進這方面的發展。🌐

— 本文由外事經研部提供