

香港歡迎歐元面世。作為主要國際金融中心，香港也具備優越條件，能夠為歐元在亞洲區的發展作出貢獻。歐元將會成為全球貨幣體系的另一根支柱，對於美元在區內佔絕對優勢的亞洲來說，這一點意義尤其重大。亞洲區未來的金融穩定，主要視乎能否發展出深化、多元、穩定和具透明度的債務市場：香港正就這方面的發展扮演主導角色。雖然發展亞洲貨幣單位為地區的匯率支柱，大概不會在短期內實現，但是長遠來說是一個值得考慮的可行辦法。

引言

我感到非常榮幸能有機會向在座各位歐洲金融界鉅子和知名人士演說。金融業是香港經濟的重要命脈，因此我甚為重視這一類的聚會，能夠與大家就前景交換意見而從中獲益。

歐洲與亞洲 — 財富的巨輪

大家目前最關注的，自然是距今只有數星期便正式成立的歐洲貨幣聯盟。經過多年的籌劃，歐元終於面世，這確是一個令整個歐洲歡騰的時刻。雖然籌備歷程艱巨而且在開始時受到質疑，但最終證明眼光和決心戰勝一切。在此重要時刻快要來臨之際，歐洲金融市場仍然非常穩定，令我們更添信心。相信沒有多少人會預料到歐洲在數年前經歷匯率機制危機後，會出現這樣理想的金融環境。

然而在我身處的東南亞地區，過去一年半以來的金融環境卻遜色得多。高速增長期 — 以及對支持高增長的基本因素過度樂觀的心態 — 已經成為過去，取而代之的，是信心、金融中介機制以至實質經濟活動的崩潰。過去一直保持5至10%經濟增長率的地區，今年卻出現同樣幅度的收縮，假如明年的經濟預測是正增長的話，便會被視為樂觀。區內很多國家目前依然受到情況逆轉的速度與力度所震動。鑑於亞洲地區目前尚未擺脫困境，因此實在難以為未來的長遠挑戰作出充分準備。但歐洲能夠從早前的危機中復甦過來，使我們深信儘管刻下一片黝暗，但前路盡頭定見光明。

香港當然也受到區內金融風暴的巨大衝擊。今年的生產總值已大幅萎縮，物業價格跌至高峰期的一半，失業率正在攀升。這些調整帶來極大痛楚，而且短期內仍會持續。然而我們也看見信心回升的跡象，我們相信儘管目前的調整擾亂了香港的經濟秩序，但也造就了適當空間，讓香港經濟在明年較後時間能夠回到增長之途。毫無疑問，亞洲經濟必定會復甦，而事實證明香港擁有完善的金融體系，能夠抵禦這場自戰後以來最嚴峻的金融危機。因此，我相信香港具備有利條件，能夠充分掌握亞洲經濟復甦所帶來的機會。

全球金融狀況

懷着這種期望，我把目光從現在的困境轉移至不斷變化的全球金融狀況所帶來的機會。近在眼前的，當然就是歐元的面世。香港人一向靈活應變、勇於創新，我們自然歡迎歐元的誕生。首先我會討論歐元對香港的影響，接下來我希望與各位分享我個人對於亞洲金融危機所引發較廣泛的問題的意見。在亞洲金融風暴中，市場秩序受到破壞，情況令人震驚，以我們的基本經濟因素來看，根本就不可能發生，所以在採取行動捍衛金融體系時，需要打破常規，這些行動也因此而備受爭議。由於情況嚴重，令大家普遍明白到除了研究有關商品和資本貿易的匯率安排外，還要再次認真考慮國際金融架構的制定。這方面的發展也影響到全球貨幣體系，長遠來說，亞洲在汲取歐洲的經驗後，也可以研究可行的方案。目前亞洲的經濟情況仍然動盪不

* 本文是香港金融管理局總裁任志剛在1998年12月8日於巴黎Institut Etudes Bancaires et Financiere 舉行的講座上發表的演詞全文。

穩，而香港是區內非常開放的經濟體系，因此確保全球金融架構能發揮應有作用，對香港非常重要。此外，亞洲金融危機迫使我们重新思考區內金融基礎設施存在的問題，以及預防危機再現的措施。

歐元對香港的影響

就讓我由歐元面世說起。大家必然將注意力集中在內部調整，以確保歐元能順利運作。但我相信大家也深感興趣的，是在歐元區以外推動歐元和歐元市場的發展，從而促進全球金融中介機制的有效運作。我可以向各位保證，雖然地理上亞洲與歐洲距離極遠，但對此也同樣感興趣。儘管亞洲目前仍然忙於應付金融風暴，但也密切注視和小心評估歐元對於無疆界可言的全球金融市場所造成的影響。香港對此尤其感興趣。作為一個緊貼時代脈搏的金融中心，我們定可從歐元帶來的革新中得益。透過現有與歐洲證券結算交收系統，特別是世達國際結算系統及歐洲結算系統的穩固聯繫，香港早已與歐洲市場建立起獨一無二的密切關係。

顯然，這些聯繫也應延伸至各相關支付系統，目的是要確保在亞洲時區內進行涉及歐元的金融交易時，支付能順利進行，而且能夠把風險減至最低，特別是要消除赫斯特風險。要建立這些支付系統聯繫，有多種可行辦法，我們會盡早作出研究。我們當然明白任何中央銀行都不得提供本身貨幣以外的信貸這個金科玉律，這跟上月歐洲中央銀行就歐元區以外的歐元支付及結算機制所發表的政策聲明一致。香港具備最先進的即時支付結算系統，這個系統是在1996年推出的，我們期望與即將在歐洲啟用的TARGET系統建立聯繫。

除了這些技術上的連繫外，直至目前為止，香港是亞洲區內有最多歐洲銀行開設分行的地區，現時有37家機構在香港積極經營業務。歐洲銀行積極參與香港的經濟，正好證明香港作為金融中心的實力——包括高透明度和穩健的監察制度，以及達

到國際水平的審慎監管措施。事實上，儘管亞洲出現金融風暴，但香港銀行體系仍能維持充裕的資金和可觀的盈利。隨着歐元的離岸市場逐步鞏固，香港市場憑藉其強勁的基本因素，自然處於有利位置，能充分掌握所展現的各種新機遇。

這些聯繫也為香港與歐洲兩地間資金流向的增長提供穩固基礎。就流入區內的資金而言，香港作為通往中國以至亞洲區的大門，擔當着獨一無二的角色。香港是極具吸引力的渠道，能夠把歐洲龐大的資本導向亞洲。法蘭克福證券交易所和倫敦證券交易所即將建立聯繫，而香港也有不少公司在倫敦證券交易所掛牌，因此這兩個交易所的聯繫一旦落實，屆時歐洲投資者要參與香港的資本市場便會更加容易。另一方面，歐元亦能締造機會，刺激亞洲資金流向歐洲。亞洲區經濟體系坐擁豐厚的外匯儲備，當中大部分均以美元資產持有。一個深化而且流通性高的歐元資產市場將會為亞洲區經濟體系提供極具吸引力的機會，把這些外匯資產分散投資。香港會積極研究這方面的可行性，憑藉我們雄厚的基金管理和外匯能力，應可推動區內其他中央銀行把所持有儲備分散投資。

宏觀經濟因素對歐元面世後金融體系的發展進程也有重要的影響。相信大家也知道，對於歐元會成為「強勢」或「弱勢」貨幣的討論從未間斷。我認為歐元長期處於弱勢的機會不大，理由是歐洲的貨幣政策制訂者早已建立良好信譽，同時新成立的歐洲中央銀行又具備穩健的制度架構。我相信未來各種主要貨幣的匯率波幅，較諸歐元的強弱更值得關注。即使基本走勢強勁，但如幣值過度波動，仍可能導致極度不穩定的情況，這從日本的經驗可見一斑。過去幾年，日圓大幅波動，無論對日本本身以至亞洲整體而言，均有深遠的負面影響。雖然日本對外貿易佔國內生產總值的比例，並不比歐元區的比例高出很多，但對經濟秩序所造成的損害卻很大。由於香港是小規模的高度開放型經濟體系，實

行與主要貨幣掛鈎的匯率政策，因此匯率穩定對香港尤其重要。

究竟貨幣穩定有甚麼先決條件？當然，首要的是具有穩健的基本因素。正如我剛才提到，我們有充分理由相信歐洲的經濟政策會發揮應有作用。大家已建立了穩健的貨幣制度，而財政政策亦以穩定和增長協約 (the Stability and Growth Pact) 作為藍本。其次，亦可能是更重要的條件 — 就是全球金融架構能發揮應有作用，確保穩健的基本因素能透過適當的匯率反映出來。不過，對於這一點我有所保留，沒有這樣樂觀。我們親眼目睹主要貨幣或較次要的亞洲貨幣的匯價出現大幅波動，而且無論從那一個角度來衡量有關的基本經濟因素，也沒有可能出現這樣的波幅。過去數月，日本基本經濟因素的變化相對日圓升值20%是否合理？印尼基本經濟因素的變化能否解釋印尼盾為何在金融危機中貶值75%，然後自夏末以來又升值約兩倍？

市場秩序受到破壞

我認為金融市場顯然會受到投機力量，甚至有時候只是單純的恐慌情緒影響，以致市場秩序受到破壞，使價值大大偏離基本經濟因素所支持的水平。人始終是人，面對紛亂的局面，人的行為往往被人性中的恐懼與貪婪所驅動，無法作出冷靜理智的分析。亞洲各地，特別是開放市場的地區，都因為這些力量而大受影響。香港也不能倖免，儘管我們的基本經濟因素非常穩健 — 貫徹推行盈餘預算政策；銀行體系監管妥善、資金充裕；金融市場開放和透明度高；儲蓄率高企；以及勞工市場適應力強。此外，香港與金融風暴肇始地的東盟各國的貿易聯繫並不強。當然，我們的金融市場受到其他地方發生的金融風暴影響是很自然的事。然而，我們在今年8月所受到的狙擊，根本與香港的基本經濟因素沒有關係 — 我們無須運用精密的經濟分析，

也能總結出香港與俄羅斯等地並沒有直接聯繫。然而，在遠離香港的地區發生的事故卻觸發了市場內的投機活動，而且情況更並非任何基本經濟因素所能夠解釋。假如容讓這些炒家繼續肆虐，讓他們的狙擊行動扭曲整體經濟，他們最後可能成功達到目的。

8月份，我們面對有計劃的狙擊活動，狡猾的炒家企圖操控市場以便從中圖利。炒家在一段短時間內大手沽出港元後，明白到在我們貨幣發行局制度下，他們可以短暫推高息率。雖然這些行動並未威脅到我們的聯繫匯率制度 — 因為是得到龐大的外匯儲備和公眾的大力支持 — 但炒家察覺到息率高企對股價構成下調壓力。透過對貨幣施壓，同時沽空股票，縱使聯匯制度崩潰機會不大，但炒家仍可圖利。

由於這種「跨市操控」活動變本加厲，促使香港政府於8月底在股票市場採取備受爭議的行動。當時，我們購入股票，確保炒家不能再以這種操控香港市場的方式圖利。我可以保證，我們當時無意定出或捍衛某個水平的股價，現在也沒有這種意圖。香港政府亦不擬在香港的公司決策中扮演任何角色。事實上，當時購入的股票組合已轉交一個具有廣泛代表性的獨立機構，以中立和高透明度的方式管理。這個機構甚至可以決定在達到長期公眾投資目標方面，目前的持股量屬過多，因而逐步縮減持股量。不過，這些行動必須經過詳細計劃，務求把市場所受的影響減至最低。

正如我剛才所述，入市行動曾經大受爭議，對於那些不熟悉香港市場運作的人來說，這是可以理解的。然而，我想指出，部分原先抱懷疑態度的人現已改觀，亦更能理解政府的動機。此外，我們也採取了多項重要措施來改進我們的制度，以防範再出現類似活動。舉例來說，我們收緊了聯交所的買賣規則，並對貨幣發行局制度作出若干調整，以

減低息率對短暫投機壓力的敏感度。我相信這些措施能大大改進我們的制度，有助穩定市場。事實上，最近幾個月投機活動已沉寂下來，當然這也跟外圍情況的發展有密切關係。

革新國際金融架構

市場波動，是因為資金流向反覆不穩，而目前尚待解決的問題就是如何更妥善監管這些資金流向。深思熟慮的觀察家都相繼質疑，是否應該把商品與金融資本不受限制的貿易帶來的好處相提並論。事實證明商品自由貿易推動經濟大幅增長——歐亞兩地的發展就是最好的例證。然而，金融資本的流向遠較商品貿易反覆不穩，亦更容易受到整體走勢、過度樂觀或悲觀的情緒，以及投機活動導致市場反應過度的影響。這些現象並非只見於發展中市場。80年代末，日本和若干其他主要國家出現的資產價格泡沫，以及1992年的歐洲匯率機制危機，都是相當突出的例子。雖然亞洲金融危機尚未過去，但有關各方已加緊步伐，尋求更有效引導和監察國際資金流向的機制。不僅借款人希望市場環境更加穩定——我們必定會感到驚訝，就是索羅斯這類最具野心的炒家也認為有需要作出改變。

從香港作為國際金融中心的角度來看，有哪些事情需要優先處理？**第一**是改善資訊的內容和披露方式。經濟理論說明，資訊越充足，市場運作越有效率。當然，金融市場亦不例外。從實際角度而言，毫無疑問，亞洲問題日積月累沒有加以解決，是因為欠缺有關整體金融環境的資訊，無論是資金的終點地和來源也無從得知。最理想莫過於能夠自由地即時取得所有有關資訊，如果真的處於這樣的環境裏，這些問題應該早已受到控制。然而，我不是一個不切實際的人。進步是需要時間的，不可能一蹴而就。部分亞洲國家已實行多項重要措施以提高透明度，而我也很高興指出香港是這方面的典範。我們也必須再次研究披露投資者資料的需要。明顯地，這是一個棘手的問題。然而，實際上完全

欠缺有關大型國際機構投資者活動的資料，會對所有有關人士——包括其他投資者、這些機構的貸款人及最終借款人構成風險。有關方面現已積極研究如何加以改善，香港對此亦全力支持。我們熱切期望有關各方最終能就披露資料達至共識，定出的辦法能滿足借款國家和貸款國家的需要。

資訊充足有助避免過度承擔風險，但並不保證投資行為會變得審慎。因此，**第二**項要優先處理的事情，是改進對資金流向的審慎監管，特別是當這些資金流向有可能會加劇現有的市場扭曲狀況時，便更要加強監管。部分亞洲國家開放資本帳的政策並不適當，原因是它們本身的金融業存在問題。疏於監管、會計標準低劣、貸款人與借款人關係密切以及審慎的保障不足等等，再加上「熱」錢流入，加速了這次金融危機的出現。我很高興指出，香港在80年代初期曾出現同類問題，促使我們在較早階段已採取糾正措施。因此，香港的金融體系能抵禦這次風暴的衝擊。不過，先進國家也存在監管不周的情況。「長期資本管理」的問題反映出，即使是完善的監管制度，也有可能突然出現問題，引發系統性後果。因此必須從強化全球的審慎監管架構着手，我認為這方面的努力有助整體步向一個更自由開放的金融環境。

第三，我們須要研究如何把本地對金融市場的反競爭限制應用在國際環境中。我們曾經清楚見到香港市場受到炒家合謀進行有計劃的狙擊。我們有針對壟斷市場和以其他手段操控本地金融市場的規則。既然我們不能容忍在本地市場出現這些活動，基於相同理由，我們也應該研究怎樣把這些原則應用到跨境金融投機活動上去。

目前多個國際組織均積極討論這些審慎監管事項，包括七大工業國、十國集團、二十二國集團、二十六國集團、東亞及太平洋組織中央銀行及貨幣管理局會議、亞太經合組織、國際結算銀行，當然還有國際貨幣基金組織。但我恐怕因有太多這

些組織，而它們很自然會集中討論採取這種國際行動的適當方式，最終忽略了討論的要旨。我們當然有需要繼續進行這方面的工作，但不應讓事件拖延太久。問題在於個別經濟體系 — 特別是小規模的開放型經濟體系 — 為了保障它們的金融體系，避免因不受限制的國際資本流向的狙擊，而被迫要採取偏離常規、備受爭議的行動，以致對一個自由開放的全球金融體系的穩健發展帶來不利影響。

全球貨幣體系

此外，我們也應關注宏觀經濟問題，特別是歐元面世後全球貨幣體系的整體形勢。截至目前為止，美元在全球貿易中佔主導地位，但這個地位卻與美國的貿易額並不相稱。隨着歐元的誕生，全球貨幣體系的第二根支柱便更形牢固，能更有效滿足歐洲及西半球國家的需要。可是全球貨幣體系的第三根支柱尚未形成。舉例來說，儘管日本在亞洲具有強大的貿易和金融聯繫，但日圓並未在區內取得主導地位。因此，日圓匯價波動，便引致貿易夥伴的實質匯率和融資成本大幅波動，對經濟造成破壞。可是，日本目前仍然面對經濟和財政困難，相信在可見的未來，日圓的地位也難以有進一步發展。雖然香港的貨幣與美元掛鈎，聯繫匯率制度穩如磐石，再加上穩健的政策作為後盾，但其他實施類似制度的國家卻由於與美元聯繫的承諾沒有頑密和穩健的政策支持，反而因為與美元掛鈎而受累。這即是說，亞洲區整體缺乏一個可靠的匯率支柱。

我們必須認真研究這個問題，特別是當危機過後，就更應該進行研究。香港的聯繫匯率制度一直行之有效，且一直獲得公眾大力支持。我深信香港如果沒有聯繫匯率制度，金融市場會更加反覆（而不是比較穩定）。當然，香港的經濟體系是得到龐大的儲備、審慎的理財政策以及嚴謹的監管制度為後盾。其實其他國家也同樣可以從與主要貨幣掛鈎的制度得益，條件是它們的經濟實力足以令這些聯繫具有公信力。

循着這個方向來研究，有人甚至會考慮引進亞洲貨幣 — 類似「亞洲貨幣單位」 — 作為區內的貨幣支柱。這種貨幣的好處是可以反映區內強大的貿易連繫。同時，亦有助解決中轉亞洲區內財政資源的問題。目前，亞洲區內各中央銀行均將巨額款項投資於海外證券，而且主要是美元資產，換來的卻是反覆不定的資金從海外市場流回區內。藉着將儲備直接投資在亞洲金融資產，可減少透過先進市場讓資金回流的情況。

我沒有抱着任何幻想，我明白到要建立這套制度會遇到重重障礙。我們須要設立一個機構來負責管理，而此舉涉及的政治問題非常複雜。整個地區均需要協調貨幣和財政政策，這會涉及處於不同發展階段的國家。我相信大家經歷了歐洲以數十年時間實現一體化後，自然能夠體會這些問題。因此，我們必須充裕的時間才可研究這個意見。歐元的誕生是戰後五十年來歐洲進行一體化的成果，在現階段亞洲不大可能會熱衷於仿效歐洲的模式。但我相信在知識層面進行公開的討論會有幫助，部分原因是這些討論可以刺激亞洲區進行更多交流及合作，有助解決刻下更為緊迫的問題。

亞洲金融基礎設施

我們從亞洲金融危機領略到的最後一個教訓，是關於亞洲區金融市場的運作。亞洲過度倚賴從監管不善的銀行體系取得海外放款人提供的短期融資，反映區內缺乏深化和多元的債務市場。同樣，這個問題不是亞洲獨有，但卻是一個必須解決的問題，從而使金融發展能與亞洲經濟體系其他環節的強勁增長配合。日本目前的問題說明容讓金融業的發展遠遠落後於工業發展會帶來的風險。首要項目是亞洲需要一個更深化、更長期、更穩定及更具透明度的債務市場。亞洲財政資源中太大部分透過海外市場回流區內，以致出現借款人與貸款人之間失去聯繫和資訊流失。我們需要建立本地證券市場，讓買賣雙方有更直接和長遠的關係。這方面的

全球發展趨勢大概沒有遍及亞洲，因此我們需要竭力糾正這種情況。

其實基本問題人所共知，也就是投資者（特別是機構）不願意將資金投放在不夠深化而且流通性低的市場。然而，個別發行人本身未能建立一個深化而且流通性高的市場。同時，如果金融工具所引起的貨幣和期限錯配風險較低，對借款人及貸款人兩者均有利。因此，政府方面須給予協助，造就有利條件讓市場發展。

香港在此過程中扮演領導角色。其中，我們正在區內債券市場主導推行一項亞太經合組織措施，並會研究妨礙這些市場發展的主要障礙。我們計劃集合市場人士、政府機關及國際金融機構的力量，以一致的方式剔除發展亞洲債券市場的路障。目前仍有多個問題有待解決。首先是區內大部分公司規模較小，缺乏可靠的信貸評級制度；就此，政府或國際金融機構提供擔保，可對市場發展初期起正面的作用。日本大藏省宮澤喜一的建議為這類型架構提供很好的典範，我們期望會刺激債券市場的交投。同時，對於債券的訂價也缺乏基準收益率曲線可資參考——不過我們已採取行動，在香港透過外匯基金票據和債券計劃來解決這個問題。然而，一直以來區內大部分國家都沒有出現巨額赤字預算，限制了政府債券市場的發展，我們須深入研究如何解決這問題。此外也存在有關債券的稅務問題。諷刺的是國際機構發行的債務往往獲得優惠待遇，但這些機構卻無意讓資金回流有關的當地經濟，對當地的企業發行人造成不公平的競爭環境。香港現已積極研究這個問題，但稅務方面的問題則

需要進行地區合作，方能建立一個公平和一致的制度。最後，區內的金融基礎設施必須加以改善，才能有效進行這些債券的結算交收。香港的系統已是區內最先進的，但我們正研究如何以「亞洲結算」網絡的形式，與區內各地的其他系統建立聯繫。

現在大家也知道有多少工作等着我們！但這項任務對香港以至整個地區均至為重要。許多成功的金融市場在發展初期無疑都會遇到類似的障礙，因此我們不可氣餒。同樣，歐元這個意念要落實推行，其中所遇到的障礙不計其數，但憑着決心和毅力，大家均一一克服了。我們希望能像你們一樣取得成功。

總結

我談到了許多不同的範疇，有時用比喻，有時直接指明。在歐洲，大家目前最關注的當然是順利推出歐元，但在亞洲，問題在於如何恢復金融穩定，以便經濟穩健增長。這兩個問題對香港都同樣重要，因為香港能夠發展為金融中心，有賴全球金融市場的健康發展。因此，我們關注全球金融架構的問題，以及如何作出調整，以確保開放和一體化的發展能帶來持久的經濟效益。然而，我們必須實事求是，清楚瞭解在這些問題上香港只是其中一員。取得進展與否，極需依賴其他金融中心的鼎力支持，當中當然包括在座各位。因此，我衷心盼望歐洲會繼續積極參與改進全球市場運作的工作，而我相信，這項工作完全切合確保成功推出歐元的目標。☺