

亞洲金融風暴

由於貨幣風潮的關係，對亞洲來說，1997年確是不尋常的一年。引起這次軒然巨波的部分原因，是區內增長迅速和國際資金流竄不定，而對於倚賴這些流入資金的經濟體系來說，資金逆向流走顯然會對它們造成影響。要解決當前問題，就要推行有效的金融改革措施，並制定新體制，加強亞洲區的合作，從而促進金融穩定。

亞洲經濟奇蹟

對亞洲，特別是香港來說，1997年是很不尋常的一年。正當亞洲經歷本區史無前例的金融風暴，香港已完成政治過渡期，成為中華人民共和國的一個特別行政區，而且過程極之順利。亞洲貨幣在一輪競爭性貶值中相繼暴跌，導致外匯儲備大量流失，有關政府不得不向國際貨幣基金組織等求援，而衝擊波更擴散到區內及區外金融市場。面對這種急劇變化，港元卻處變不驚，匯價非常穩定，原來已極之龐大的外匯儲備更見增加。雖然本港資產市場受到連鎖效應影響出現調整，但其實我們的資產市場早已應該作出若干程度的調整(Consolidation)，而年初以來香港資產市場下調幅度亦遠不如區內許多經濟體系般嚴重。

從上述情況看，香港的表現出色至極，與這場金融風暴破壞力之強，牽連之廣同樣驚人。

一直以來亞洲經濟奇蹟確實為人所樂道，情況到了最近才起變化。這區經濟增長速度是全球之冠，經濟指標普遍強勁，其中通脹低企，匯率穩定。儘管個別經濟體系往來帳表現參差，但整個地區的情況大致平衡；不計日本在內，各經濟體系均錄得財政盈餘。亞洲經濟體系儲蓄佔當地生產總值的比率達到30%以上的驕人水平，投資比率也同樣偏高。以外匯儲備計的官方儲蓄非常龐大，約佔全球外匯儲備總額40%。現時全球持有最高外匯儲備額的6個經濟體系中，亞洲獨佔5個。此外，亞洲勞動人口年輕，教育程度高，富靈活性。區內政局穩定，政府政策多以外向為主，有利市場開放和自由貿易發展。

但亞洲到底出了甚麼岔子？甚麼問題使亞洲「奇蹟」(The Asian Miracle)瞬間化成「神話」(Myth)或「海市蜃樓」(Mirage)一樣虛幻？風暴出現後幾個月下來，人們對此問題莫衷一是，其中談論最多的是增長迅速和國際資金流竄不定這兩點。

全球資金流向

根據國際貨幣基金組織統計數字，90年代初流入新興市場的資金淨額每年少於500億美元，到了1996年已增至2,350億美元，其中約有半數被亞洲吸納。長期以來，部分亞洲經濟體系吸引到的資金淨額約佔當地生產總值5至8%。亞洲一些經濟體系洞悉先機推行金融自由化，鼓勵本土及國際的金融中介服務，使區內龐大的儲蓄被中轉到生產性投資上，促進經濟增長，是造成大量國際資金驟增的原因。另一方面，已發展國家基於經濟持續增長、通脹偏低和息率低企的理由，一向也樂於投放資金到海外。這些國家互惠和退休基金數目越來越多，對於高回報的新興市場自然趨之若鶩。就日本來說，持續錄得大額的往來帳順差，加上較早前日圓升值，迫使不少日資企業將生產工序遷到亞洲其他地點，形成大量資金流入亞洲的現象。

隨着金融自由化和金融市場全球化，不少流入亞洲的資金均以外來組合投資(Foreign Portfolio Investments)的形式直接投放到證券、債券、甚至衍生工具等金融票據上。這些國際資金一項普遍特點，就是對風險、回報和流動性變化的預期因素極度敏感，因此波動性極大；不論宏觀經濟政策(特別是政府制訂的金融政策)、參與的金融市場的穩健因素，抑或涉及的金融中介機構的可靠程度等出現絲毫逆轉，這類資金都可能立即被撤走。

對於倚賴這些流入資金的經濟體系來說，資金逆向流走顯然造成影響。因此，儘管有些時候礙於政治因素並不可行，但這些經濟體系的理想做法是制訂審慎穩健的宏觀經濟政策，以及提高這些政策的透明度。此外，也應該作好部署，確保即使出現波動也能善加處理；這些部署工作包括：

第一，制訂有效的貨幣管理機制，以維持貨幣穩定；

第二，設立監管制度，確保金融市場和金融中介機構的操守符合國際認可標準；及

第三，建立穩健的金融基礎設施，以能有效進行金融交易，並將不履行交易的風險降至最低。

但就算是採取較封閉模式、經營環境較有利的金融體系也難達到這些要求，那麼要面對激烈競爭的新興自由化金融體系所遇到的困難之大更可想見。因此，資金一旦掉頭撤走，亞洲多個經濟體系便發生破壞力強大的金融危機，也不難理解。

風險因素

金融自由化能鼓勵本地和國際金融中介機制的發展，這對經濟增長和發展顯然都有幫助。要得享其長遠之利，我們必須事先認識清楚這個過程涉及的風險，然後妥善管理。但問題是儘管這些風險並不複雜，事後檢討亦可能顯而易見，人們卻未必就能了然掌握。

50

信貸風險 (Credit Risk) 這一項總少不了。但投資者過於樂觀，以致市盈率往往被抬高至超出基本因素的水平。加息對銀行借貸抵押品或現金流量造成的壓力，也可能被銀行業忽略。結果投資者和貸款機構承擔過多的資產虧損風險，並非鮮見。此外，還有期限風險 (Maturity Risk)。提醒業內人士利用流入的短期資金提供貸款以融資房地產等流動性極低的非貿易項目是存有風險的做法，或嫌多此一舉，但這種情況卻是亞洲甚至世界各地金融震盪背後的常見成因。至於貨幣風險 (Currency Risk) 亦出現同一問題。不論公營或私營部門借貸人都積極借取外匯資金進行投資，可是到頭來卻賺不到足夠外匯償還欠款，加上事先沒為貸款進行對沖保障，一旦匯率大幅波動，貨幣期限錯配便會招致重大虧損。

但相信我們都能從錯誤中汲取教訓。香港在80年代初便曾在痛苦中學乖了。香港在1974年起的9年內實施浮動匯率制度，遇上香港政治前景不明朗因素，加上資金流向波動，我們也缺乏有效的貨幣管理機制或貨幣支點 (Currency Anchor)，結果在1983年出現了貨幣危機。當時香港銀行承擔的信貸、期限和貨幣風險都過多，當局動用公帑直接或間接地挽救合共7家銀行。簡單來說，這是我們自滿招來的損失。

幸好我們一向確信維持自由開放的市場和對外金融體系，是非常重要的。面對金融風暴的正確反應不是實施管制或找出問罪的一方，而是自我檢討和整頓。這正是過去10年香港推行多項改革，以加強我們的貨幣和金融體系的原因。此外，香港更面對回歸祖國的政治過渡，為免在此期間可能出現金融不安，同時為了遵照《基本法》建立有利的環境，使香港的國際金融中心地位獲得進一步發展，也是推行改革的部分原因。我們從經驗得知，金融改革需要時間和決心，還有承受短暫痛苦的勇氣和能力。此外，這也是一個持續的過程，原因是金融改革創造新環境，也不斷帶來新挑戰。

我相信我們已取得成功，這正是金融風暴席捲亞洲甚至波及世界遙遠角落，香港相對來說仍可算泰然自若的重要原因。一些人認為特別就港元兌美元的聯繫匯率制度而言，香港現時的情況與區內其他經濟體系相比，已顯得格格不入。就這點來說，我當然可舉出聯繫匯率制度（基本上是發揮自動調節作用的貨幣發行局機制）運作如何有效作為回應。我也可舉出監管當局的努力，如何促進銀行體系建立穩固的基礎，還有我們先進的金融基礎設施，如何大幅度減少和管理好系統風險。但我相信在座當中不少對我這方面的解說已感到煩厭，甚至認為我只是在吹噓。這也難怪，我非常明白自己直接參與香港金融改革已超過10年，對於這個課題的意見也可能存有某種程度的偏見，但我已盡量提醒自己要避免這樣。

聯繫匯率制度

儘管這樣，我還是希望大家細看國際貨幣基金組織在1990年以來每年與香港進行的「第四條磋商」報告，這項磋商有如對本港經濟的年度體格檢查。事實上，今年10月下旬基金組織代表團來港進行磋商時，正值港元受到短暫但凌厲的衝擊，也是為香港把脈診症的最佳時機，以找出任何金融弊病。但代表團經過悉心檢查後，證明香港體格健全。其後基金組織發表磋商總結聲明，部分內文引錄如下以供參考：

「政府當局致力推行以法治為本及不干預的政策，有助加強香港經濟抵禦區內近期發生的金融市場風潮的能力。」

「正如以往一樣，代表團十分贊同政府當局繼續致力維持聯繫匯率制度。」

「代表團認為政府在過去兩星期採取強而有力的行動，緊縮貨幣，實屬適當之舉，在在表現出當局既有能力，也有決心捍衛聯繫匯率制度。」

「我們必須承認，香港貨幣安排的核心部分就是貨幣發行局機制，而在外匯市場呈現緊張時讓利率上升是這個機制的基本要點。」

「最近的事件表明聯匯制度發揮了應有作用....」

「從我們與市場人士的討論所得，大部分人所持的共識是對金融業的嚴格審慎監管有助鞏固對金融體系的信心。」

對於基金組織這個國際有名的醫生所發表的診斷結果，並非所有人會認同，特別是在市場調節過程中無辜受到牽連的一些人士更會抱怨，最後要求當局提供止痛劑和其他防治靈藥。我對具建設性的提議極表歡迎，並正與有關人士會面商討，仔細研究各種意見。

我很高興聯繫匯率制度至今仍得到全面支持。試想像香港在亞洲貨幣競爭性貶值的巨浪中被任意推動，資產價格作出更大幅度的下調，這種情景是誰都不會歡迎的。在技術層面上，目前階段有兩派的想法。一派考慮到香港規範化的貨幣制度，因而對金管局享有的酌情權限表示顧慮，由此引發對如何改進體系使其更有效與自動運作的種種建議。另一派認為金管局應更積極紓緩貨幣市場的緊絀情況，從而減少受影響人士的痛楚。

這兩派都較為極端，調和執中才是上策。若能對金融市場現況持務實態度，並顧及金管局作為銀行體系最後貸款人的需要，但又絕對嚴格執行貨幣發行局制度下港元貨幣基礎必要得到美元十足支持的要求，便符合中庸之道，而這其實就是金管局一向的方針。部分基於財政司司長提出的檢討，有關的討論仍在進行，我期望有關各方能提出更多技術層面的構想，集思廣益。

另一方面，亞洲區一些經濟體系正在嚴格及果敢地落實基金組織提出全面整頓經濟的方案。若能持之以恆，很大機會將會從這場金融風暴中迅速恢復過來，而擴散到世界其他角落的連鎖效應也會被有效遏止。至於較長期的前景，亞洲各經濟體系的副財長和副行長已在馬尼拉會議上同意加強亞洲地區合作以促進金融穩定的新體制，其後再於亞太經濟合作組織的溫哥華會議上獲得經濟領袖確定，相信這個亞洲金融合作的新體制將能發揮有效作用。

新體制承認基金組織在國際貨幣制度中擔當中央責任，其主要目標包括：

第一，設立地區監察機制以配合基金組織在全球進行的監察工作；

第二，加強經濟與技術合作，尤其改進各地的金融制度和監管能力；

第三，制定新措施以增強基金組織對處理金融危機的能力；與

第四，設立補充基金組織資源的金融合作安排，以按個別情況提供應急支援。

但金融流動往往導致金融市場發展過度，這大概是這類資金的特質。亞洲等新興市場的增長紀錄驕人，現在事後檢討我們卻可清楚看到這些成就其實就是導致人們對新興市場過度樂觀的成因。這種樂觀情緒令收益率差距被壓縮，致使價格不能充分反映在推行金融自由化的新興市場中經常潛藏着的信貸、市場和其他風險。事實上，美國聯邦儲備局主席格林斯潘最近亦說過：「我們事後檢討，可以很清楚看到這些經濟體系吸納的資金，已超出它們在有限風險下能有效地利用的數量。」可是，目下亞洲金融市場大幅度下調，不論就本身情況來看抑或與區外其他經濟體系比較，本區經濟基本因素依然大致穩健，調整幅度卻可能已經過了頭。

儘管這樣，我深信市場最終都會自行找出合理水平，以能反映新形勢。但我認為改行浮動匯率造成貶值，並不一定就是解決亞洲鄰近經濟體系問題的良方妙藥。在大學經濟學一年級裏，我們已曉得即使貨幣貶值，進出口供需的四項彈性並不一定就會相互發揮積極作用，對國際收支平衡帶來助益。再者，棄穩定匯率而取浮動匯率，極可能促使匯率下跌，匯率波動較大將引致對沖需求增加，而在自由化安排下匯率更可能暴跌慘烈，以致許多人都會後悔當初缺乏執行合理政策及捍衛匯率穩定的決心。無疑人們對目前亞洲多種貨幣穩定的信心已受到極大打擊，單靠時間可能不足以重建信心。但亞洲不乏具強大生產力的經濟體系，相信它們不久將能再次站穩腳步，重現活力。

香港方面，由於我們的經濟模式以服務業為主，即使其他貨幣下跌而港元兌美元維持穩定，蠶食我們的競爭力，這種影響也會是輕微的。我們的經濟體系並不屬於易受匯率變化影響的一類。基金組織預測1998年香港經濟增長率為4.25%，比目前的5%稍低，因此只屬因應現時情況的一次健康調整而已。