

## 重建金融穩定：由地區至國際合作

在處理全球金融危機時要確保金融體系有效運作，國際與地區合作至關重要。繼亞洲和世界其他地區發生金融危機後，多個國際論壇均致力研究改進金融市場穩定和運作的方法。改革國際金融架構，是一項複雜和艱巨的工作，但我們必須盡快把這些論壇上所討論的意見付諸實行。本文提出了3個切實可行的方法，來改革國際金融架構：提高市場透明度；制定對利用高槓桿比率運作的機構的適當監管機制；以及加強國際合作以減少迴避監管的機會。

### 引言

今次研討會的主題是亞洲區的貨幣與金融合作。無論從時間、地點、主辦機構和與會人士的角度來看，我相信沒有比這個更合適的題目了。從時間上來說，我們希望亞洲區現正走出金融和經濟風暴的最後階段；在這段期間，我們汲取了不少教訓。我個人認為其中最重要的，也是與這次研討會目標相符的教訓，就是我們需要加強國際和地區合作，以減低這類危機再次發生的機會。研討會的舉行地點馬尼拉，是亞洲歷史最悠久的國際金融中心之一；也是近代在區內推出的多項新猷的發源地。最近訂立的「馬尼拉方案」(Manila Framework)也是以其名稱命名；根據這個方案，區內央行和財長舉行會議，推動區內在金融事務方面的合作。系統性經濟合作的起源也可以追溯至馬尼拉，1966年亞洲開發銀行(亞行)就是在這裏成立。

亞行是這次研討會的主辦機構之一，在推動亞洲經濟增長和技術發展方面扮演重要角色；而近幾年，亞行這方面的角色無論在深度和廣度方面都有長足發展，這種發展體現在亞行所提供的協助以及它所涵蓋的地理範圍上。亞行參與舉辦這次研討會，正是亞行努力解決區內問題的明證。研討會的另一個聯席主辦機構是國際金融學會；國際金融學會曾經在今年3月發出的兩份重要和切合時宜的報告中提出有力的論據，主張私營機構與公營部門要同時參與解決全球金融危機。在座各位都是資深的專業人員，來自不同的私營機構和政府組織，而且大家都相當關注如何確保區內以至全球金融體系有效運作，所以這次研討會的主題實在最適合不過。

## 香港的經驗

香港是亞洲區和國際的金融中心，國際金融體系能否有效運作，與香港的經濟息息相關，密切程度可能超過其他地區。因此，可以說我們較其他地區更關注這個問題。也許這樣能夠解釋我們為何每每在影響國際貨幣和金融穩定的事宜上，都會積極提出意見和採取行動。這種姿態曾經引來爭議，特別是去年夏天我們在股市和期市採取行動，遏止市場受到操控的情況 (Market Manipulation)，以及糾正市場的問題。有關的爭議已隨着這次行動取得成功而慢慢沉寂下來；不過，有趣的是區外，特別是先進市場的爭議比區內更為激烈。我相信原因是區外的經濟體系未能充分體會在日趨開放的國際金融體系中，小規模開放市場所面對的困境。

香港的情況最能夠說明這種困境。我們的市場自由開放，規模龐大，流動性高，能夠吸引大量國際資本流入。然而，相對於先進市場，以及在全球各地流竄以尋找獲利機會的國際資金來說，我們的市場規模相對較小。由於規模細小，故大投資者，特別是那些能夠影響市場氣氛的投資者有能力推高或壓低市價。香港是一個非常外向型的經濟體系，我們奉行的匯率政策，目標是確保港元外在價值 (External Value) 保持穩定，好讓那些從事主要與對外貿易有關的經濟活動的人士可以有一個比較明朗的預算。為了推行這項政策，我們甚至採納貨幣發行局制度，並且按照高透明度的原則運作，同時又避免行使酌情權進行貨幣管理。區內經濟體系的普遍情況，都是結合了以上的特色和政策，很容易招徠投機者操控市場。

這種操控市場活動在時間上一般都掌握得很準確，與資金流入或流出配合得天衣無縫，這是因為基本上是同一批投機者扮演多重角色，包括顧問、代理人 and 委託人。這類活動的一個必然後果，就是引起市場恐慌以及反應過劇 (Overshooting)，甚至使有關的貨幣與金融體系幾乎陷入崩潰。顯然，政府當局有責任採取行動，阻止這種情況發生。部分地區的處境可能比較有利，特別是那些擁有豐厚財富的，能夠運用市場方法來保障本身的貨幣和金融體系，另一些地區可能被迫要暫時封閉市場。其他地區則可能暗自高興，慶幸它們在推動開放金融市場方面比較保守。至於香港，我們致力維持自由開放的市場，除了我們一反常規的市場行動外，我們也推出了連串措施。這些措施能夠發揮很大的緩衝作用，一旦國際金融體系的問題觸發突如其來而且極為嚴重的國際金融震盪時，也能減輕這些震盪所帶來的影響。不過，有一點很可惜的，就是部分

地區要承受金融崩潰所帶來的嚴重後果，並且要面對一些通常都是不公平的指責，指它們的遭遇完全是自作自受。

區內個別經濟體系獨自採取的行動，不能夠解決引致危機的根本問題，或減低另一次國際金融風暴發生的機會。我們從這次金融風暴中領會到的其中一個教訓，就是無論本地金融狀況有多理想，個別司法地區也不可能獨力解決日趨開放的國際金融體系中存在的問題。我們有需要進行地區和國際合作。當然，並非只有香港才有這種洞悉。目前，國際間已有共識，即使並未就應該採取甚麼行動達成一致意見，至少也認同有需要採取行動，以改革國際金融架構 (International Financial Architecture)。

## 金融危機：地方性、地區性或國際性

金融危機基本上是一個國際問題，我相信目前普遍已接受這種看法。然而，大約兩年前當金融危機在泰國爆發時，以至在危機迅速擴散至整個亞洲區的時候，當時專家提出的解釋都是地方性的：受危機打擊的國家本身的宏觀經濟失衡、裙帶關係 (Cronyism)、監管不善、政策失誤等等。根據這些解釋，他們假設國際貨幣基金組織 (基金組織) 和多邊發展銀行會像以往處理在世界其他地區發生的地方性危機的做法一樣，逐一處理每個國家的問題。因此，我們見到這些組織推出連串針對個別經濟體系的政策調節計劃和資助方案。這些國際金融機構有時候在短短幾天內，就能夠根據資助方案調動總額達4,000億美元的資金，實在居功至偉。

不過，面對日新月異以及急遽轉變的國際金融體系，這些國際金融機構可以運用的工具似乎越顯不足。它們很快便發現不能夠再以傳統的方法，來處理日新月異的科技以及日趨複雜的市場交易手法所引致前所未有的問題。這些問題令人震撼的地方，就是隨時都有爆發的可能，事前並沒有任何跡象，就是業內消息最靈通的人也始料不及。同時，這些問題也不僅局限於個別經濟體系：市場開放和全球化發展，使所有希望參與國際金融體系的國家或地區都普遍存在這些問題。事實上，由於亞洲區內有幾個經濟體系正經歷同樣的開放金融市場過程，並遇到相同的問題，所以這次危機被形容為亞洲獨有的危機，因此這次危機被稱為亞洲金融危機。

然而，解釋這次金融危機的成因的說法，很快由地區性變為國際性。俄羅斯和拉丁美洲發生的事件，美國長期資本管理公司的問題，以及後來對沖基金平倉 (Deleveraging) 的舉動，很快就證明這場地區性危機不僅是因為少數幾個經濟體系沒有管理好本身的金融經濟秩序。這次危機的根源是國際資金急速流竄，數額快速增加，而且無從預測其走勢。而且，這些資金流向有很大部分都是由利用高槓桿效應的機構 (Highly Leveraged Institutions) 控制或受它們間接影響，而這些機構的運作都是保密的，並且按照複雜難明的數學模式採取行動，以致系統性的，甚或簡單如交易對手的風險也無從發現，更不用說妥善管理這些風險。正如區內以至全球各地最近發生的事件顯明，這個現象發展至一個地步，就是規模最大的市場也被擾亂，而規模小的市場則更被徹底動搖。因此，我們應該先行詳細討論這些問題，然後才集中研究對策。

## 國際資金流向

一直以來，大家都以為資金流向與貿易流量完全一樣：這是指無論是何時以及以何種形式出現，資金流向都一定對長遠經濟發展有好處，所以監管越少就越好。然而，在汲取部分新興市場經濟體系的經驗後，最近大家也開始質疑這種假設。例如，Bhagwati教授在去年發表的文章「資金神話」(The Capital Myth) 裏指出，假設自由資本與自由貿易是一樣好這種觀點是錯的，而資金自由流動可以帶來龐大利益的主張也並不可信。

毫無疑問，國際資金自由流動的確能帶來許多好處。一直以來，資金流向是以商業銀行借貸、海外直接投資或股本組合投資 (Equity Portfolio Investment) 的形式出現。過去幾十年來，這些資金流向促進了有效的跨境資金運用，並為金融市場提供流動資金。再從國際層面來分析金融中介機制，國際資金的流動顯然有助促進輸出和輸入資本的經濟體系的經濟增長和發展。電訊設施以及資訊科技長足發展，對資金的流動更產生刺激作用，使資本能夠在極短時間內大量地流進或流出一個經濟體系。因此，資金流動除了有好處外，也帶來資金反覆不穩的風險。無論是資金流入或流出也好，這種反覆不穩的元素都會動搖經濟和金融體系。資金流入過速，會令當地資產價格備受嚴重的上升壓力，使通脹上升，並加劇宏觀經濟失衡的狀況。相反，這些資金突然大批撤離，也會對匯率造成極大的下調壓力，亦因而令利率面對上升壓力，促使資產泡沫爆破。當資金迅速大量流入，然後突然大批撤離，就會形成1997和1998年間橫掃亞洲的危機。

國際資金流向反覆不穩，在某程度上也是因為過去10年衍生工具和全球場外交易市場顯著增長。根據國際結算銀行在1998年6月進行的調查，估計全球場外交易衍生工具市場的名義價值總額達到70萬億美元。儘管去年爆發全球金融危機，但場外交易衍生工具市場的增長速度並沒有減慢的跡象。根據美國聯邦儲備局的資料顯示，美國商業銀行——全球衍生工具市場的主要參與者——未平倉衍生工具合約的名義價值去年增長了超過30%：這是自1994年以來最大的年增長率。

單純從衍生工具的交易額來看，並不能夠說明這些衍生工具所帶來的風險。這些新的金融工具的確能夠幫助投資者減低風險，促進投資，並且為那些接受投資的發展中國家帶來不少好處。然而，衍生工具也增加了投機炒賣的機會，在金融危機期間市況出現逆轉時，引致投資者蒙受重大虧損。掉期合約、期貨合約、遠期合約和其他衍生工具的出現，使投資者所承受的風險，遠超過他們的資本所能承擔的水平，也大大增加了虧損的機會。

## 市場穩定和利用高槓桿比率運作的機構

我想清楚表明一點，就是大型機構在金融市場中到底獲利抑或遭到虧損，監管機構並不理會。個別市場人士持有甚麼倉盤，監管機構正常來說也不關心。無論是投機者抑或投資者，他們基本上都是趁低吸納，趁高沽出，這正是市場流動性的根源。可是，在兩種情況下，如果利用高槓桿比率運作的機構持有數量龐大的倉盤，對監管機構來說便要特別留意。

第一種情況是：利用高槓桿比率的機構坐擁龐大數量的倉盤，而本身又受到市場力量衝擊。以美國長期資本管理公司為例，可見即使在先進國家的大型和成熟的市場裏，利用高槓桿效應的倉盤仍會對整個體系的穩定構成嚴重威脅。這類機構一方面利用高槓桿的比率運作，但另一方面如果出現其數學模式未有計算在內的因素時，便會被迫平掉手上數目龐大的倉盤。特別是在市場極度波動和流動性萎縮的情況下，已向這類機構提供融資的銀行便可能會承受嚴重的信貸虧損。此外，利用高槓桿比率運作的機構一下子平掉大量倉盤，也會造成很大的連鎖反應，令市場波動更劇烈，流動性更低，不但影響直接相關的市場，連其他市場也會受到牽連。去年10月對沖基金迅速平掉所持的日圓短倉，導致日圓匯價在幾日內升至111，升幅達11%，便是這類活動引致市場波動的一個明顯例子。市場出現波動，使其他利用高槓桿比率的機構，以及為它們提供信貸

的交易對手所持的倉盤也受影響，由此構成的市場扭曲 (Market Dislocation) 和系統風險非常嚴重；正如大家所知道，在去年9月的長期資本管理事件中，聯邦儲備銀行便不得不出面協調，由多家銀行組成銀團，提出極不尋常的拯救方案。

第二種情況是：規模較小的市場備受利用高槓桿效應的機構擠壓 (Overwhelmed)。這不但引起有關系統風險的極度關注，也損害市場的健全和有效運作。利用高槓桿比率運作的機構往往恃着龐大的資源，並以極度急進的買賣策略，在較小的市場內左右價格；而提供融資的銀行也通常會「跟風」進行同一方向的買賣。投機者準備衝擊亞洲某種貨幣，幾乎每次都選在星期五接近收市時發動攻勢，原因是亞洲市場在這個時間交投較薄弱，而位於倫敦和紐約的國際貨幣市場亦已開始營業。貨幣衝擊幾乎每次所用的模式，都是在很短的時間內發出一大批大額的沽單，輪候執行。有關的銀行被問及這類交易時，也幾乎每次都說沽單是受客戶委託執行的，而基於客戶資料保密的原則，客戶身分和目的不便透露。此外，有關「看漲」、「看跌」的言論也會看準在這個時候出籠，配合得天衣無縫。雖然這些言論可能不乏客觀的分析，可是人們往往得到的印象，特別是從監管機構的角度來看，就是其用意都是要製造過份悲觀和恐慌的情緒，使有關貨幣甚至其他金融市場突然出現整體波動，方便它們混水摸魚。

利用高槓桿比率運作的機構進行這類活動，主要都會在透明度極低的場外交易市場下手。場外交易市場與正式交易所不同，無需遵守透明度或監管規定，因此容易出現炒高價格、串謀操縱等不當行為。

## 國際金融架構：國際合作謀求改革

面對這些問題可以有甚麼對策？金融危機爆發以來，各個國際會議和多邊金融組織已致力促進金融市場的穩定，以及改善它們的運作。一個又一個工作小組也告成立，負責探討具體事項，其中包括G22轄下的3個工作小組；巴塞爾銀行監管委員會轄下的1個工作小組；全球金融體系委員會轄下的2個透明度和披露資料工作小組；以及七大工業國金融穩定會議轄下即將成立的3個工作小組。當然不能不提國際金融學會，以及亞洲其他金融會議在這方面所作的極有用的工作。此外，有關方面編製了許多很有參考價值的報告，其中包括今年3月國際金融學會公布的兩份分別以風險管理和新興市場透明度為題的報告。參

與者都本着通力合作的精神共同完成這些報告。國際金融學會很樂意與有關的公營機構合作，以制定有關活躍於國際資本市場的私人金融機構的披露資料規定，對此我尤其欣賞。這種合作精神不但見於國際金融組織、各國財政部門和中央銀行的層面，即使在公營和私營部門之間也得到體現，我很肯定這將會成為有用的藍本，幫助最終達成實際的行動方案。但這過程的步伐可能會拖得太慢。我可以大膽的說，到了危機平息下來，受牽連較少的地區對這項工作的動力和興趣便可能會減褪。另一方面，危機的「重災區」卻可能礙於在國際論壇上沒有足夠的代表聲音，以致本身的苦況得不到適當的注意。

大家不是沒有提出方案，但方案要加快落實。我趁此機會簡介3種在不同論壇上提出而我們又贊成的方案。第一，是提高市場透明度。市場人士和監管機構是否及早取得可靠資料以作出決定，對市場的有效運作具有關鍵作用。因此，市場應有足夠的公開資料機制，使交易對手、信貸機構和投資者能充分評估風險。提高透明度，不單是以正式交易所買賣產品的市場為目標，即使場外交易市場，也可能應該開始研究制定透明度的規定。這項工作並不容易，但我相信國際上若能衷誠合作，最終將可取得有意義的成果。儘管這當中涉及很微妙的平衡，但我深信要做到不造成太大的申報工作負擔，又不侵犯個別機構資料保密的原則，仍是可行的。在這方面，德國提出成立國際信貸資料庫 (International Credit Register) 的構思很值得研究。資料庫可收集國際金融中介機構對個別交易對手的授信資料，藉此防範系統風險。

公營部門方面，應進一步提高新興市場的宏觀經濟和金融資料的質量，以及增加有關持有外匯儲備資料的透明度。至於增加國際貨幣基金組織等金融組織的運作透明度，目前也正進行研究。

第二，是制定對利用高槓桿比率運作的機構的適當監管機制。巴塞爾委員會在其有關銀行與這類機構的關係的報告中，曾建議採取間接監管的方式，即銀行應採取更審慎的貸款政策，以評估、計算和管理其對利用高槓桿比率運作的機構所承受的風險。其他可以考慮的間接監管方法，包括向這類機構徵收貸款的資本費用，以及提高保證金和抵押品要求等等。這種透過授信機構進行的間接監管，固然應該得到支持，但我們也要小心研究，為防範利用高槓桿比率運作的機構在小型市場進行操控，以致造成系統風險，只倚賴間接監管是否足夠。

第三，是加強國際合作以減少迴避監管 (Regulatory Arbitrage) 的機會。面對工業化和新興國家各自提高本身監管標準的趨勢，金融市場人士可能會將業務遷至監管標準較寬鬆的海外金融中心。有見及此，海外金融中心必須加強本身的監管制度和標準。為鼓勵這些金融中心與國際標準看齊，有關方面可考慮採取多種措施。例如，金融機構若是設於未符合巴塞爾委員會銀行監管主要原則的海外金融中心，銀行在與其進行交易時，可計入較高的風險比重。

## 結語

若這3項方案都能落實，國際金融架構將會一新面貌，國際上也可達到較理想的協調。這項工作並非容易，而基於問題的本質，改革過程需要顧及的，是市場覆蓋要全面，而各有關方面也應廣泛參與。跨境投機衝擊凜準某個市場的弱點行事，並利用不同市場之間存在的監管漏洞和差別圖利。因此，參與改革的不應只限於主要的工業化國家，也必須包括新興市場在內。新興市場在近年受到的波動影響最為嚴重，它們在這方面的經驗，將會對制定可行的政策具有重大的參考價值，原因是它們對同類情況的評估都與工業化國家的不同，有關需要也不同。

金融架構改革固然需從國際層面着手，但透過區內的合作，也可幫助加快改革步伐，以及鼓勵推出並行和互補性質的計劃。像我們今日這類地區研討會，便是交流意見和達成共識的機會，使我們能集合力量，在國際論壇上發出較一致的聲音。此外，這類活動也可確保國際論壇所制定的標準和最佳經營手法也適用於亞洲的環境。

有了地區合作，我們作為開放型新興市場的經驗和獨特需要，便會在較大層面的國際金融架構改革上得到重視，從而鼓勵國際上進行更緊密的合作。亞洲是個多元的地區，近期的金融危機對我們造成的影響都不一樣，但既然大家都同樣受到影響，我們便需要融合整個亞洲的力量，防止危機再度出現。