

國際資金流向與自由市場

國際資金流向對金融中介機制有效運作非常重要，在促進經濟發展方面也有重要作用。然而，正如亞洲金融危機所啟示的，資金流向的數額日趨龐大，流竄速度不斷增加，反覆不定的情況也日益加劇，有可能會扭曲、干擾甚或動搖當地金融市場。我們有必要找出對策，以減低資金流向波動不定的情況，但同時又不致限制了資金流向所能帶來的好處。有效的長遠解決辦法，有賴各地採取集體行動，改革國際金融架構，並確保自由市場繼續有效運作。

引言

我很高興有機會在瑞士信貸第一波士頓(香港)有限公司今年舉行的亞洲投資研討會上發言。能夠向在座各位來自不同地方的人士致辭，更令我倍感榮幸。據我所知，在座當中很多都是香港的老朋友，而我也特別在此對首次來到香港的嘉賓表示歡迎。我很高興大家來到香港，可以親眼目睹香港如何應付亞洲金融風暴和經濟放緩的問題，讓我無須再多作解釋。儘管過去一、兩年環境異常困難，但大家將會有機會耳聞目睹，香港仍然充滿活力，生機盎然，而且仍然是全球最開放、最受歡迎和最自由的市場之一。我這樣說並不是自吹自擂，而是國際間的輿論也表示認同：例如，過去幾星期，有兩項備受重視的亞洲區調查結果顯示，香港擁有區內最出色和最穩健的銀行體系。我們會繼續致力發展本港的服務和基礎設施，從而協助商業機構充分利用不斷展現的機會和挑戰。香港近期推出的措施，包括財政司司長在本月初公布的數碼港計劃，為各行各業提供最先進的資訊科技。金管局方面，我們在過去幾個月完成了一項大型策略性顧問研究，為銀行業勾劃整體發展方向，引領銀行業步入下一世紀。

除了以上提及的措施外，尚有許多其他新猷，我特別提出這幾項措施，主要有兩個原因。首先，這些措施的目的之一，是要讓香港從三股相互緊扣、不可抗拒的趨勢中獲得最大利益，即市場全球化的發展、貿易與金融開放，以及資訊科技長足發展的趨勢。第二，雖然我們要掌握全球化發展、開放和科技進步帶來的機會，但是我們也需要妥善管理隨着這些發展而來的風險，這樣我們的基本經濟因素才會變得更加鞏固，免受不利影響。與區內許多其他經濟體系一樣，香港在過去一、兩年危機和不明朗因素持續期間，一直以務實的態度來

面對這些挑戰。亞洲金融危機爆發，是因為許多複雜的成因在幾乎同一時間出現。不過，如果我們要特別指出一項因素，令危機演變至如此嚴重的地步，危及這麼多經濟體系，我們要研究的並不是「裙帶關係式資本主義」(Crony Capitalism) 或「亞洲價值觀」(Asian Values)，而是一個更具體以及更為普遍的現象：也就是大量槓桿比率極高的資金透過國際金融體系在區內迅速流竄，自由進出。雖然國際金融體系是一個全球化的體系，自由開放，技術先進，但是從國際觀點來看，這個體系基本上是不受控制和監管的。

當然，在國際層面上，資金自由流動對金融中介機制有效運作非常重要，而亞洲經濟得以長足發展，金融中介機制發揮了關鍵作用。然而，正如當前的危機所啟示的，自由流動的資金也會扭曲、干擾甚或動搖當地金融市場；受影響的不僅是存在問題的經濟體系，就是穩健的經濟體系也不能倖免。尤其是小規模的外向型經濟體系，因為可以預測它們的政策反應，所以它們的市場很容易受到操控。大家也知道，香港在去年夏天也受到這個問題影響，而且形勢危急，於是我們採取了果斷的措施來處理問題，不過我們的行動也惹來不少爭議。然而，我們深信，我們的行動不僅在經濟處於緊張和不明朗的情況時，成功捍衛了本港的金融體系，打擊了嚴重威脅金融體系穩定的操控市場行動；而且這些行動更與我們的責任一致，因為法例明確授權政府保障香港金融業自由運作，以及資金自由在境內流動和進出。我稍後會再談到這次事件。我想先行深入探討一下國際資金流向的特徵，然後我會討論這些資金流向對自由開放市場在實際和理論層面所造成的影響；這一點值得討論，是因為這些自由開放的市場日漸趨於一體化，形成一個國際金融體系，可是當這些市場遇上這個國際金融體系所引起的問題時，卻要倚賴本身有限的資源來解決。

國際資金流向

就像氣流和氣象變化模式一樣，國際資金流向有利也有弊。讓我扼要說明是那些因素，使這些國際資金流向能夠對國際金融形勢造成這樣強大而且變化莫測的影響。為了易於記憶，我嘗試把它們的主要特徵以6個「V」字來代表：優點 (Virtue)、數額 (Volume)、變化多端 (Variety)、速度 (Velocity)、反覆不定 (Volatility) 和不懷好意 (Viciousness)。

我所指的優點，是國際資金流向能夠促進有效和均衡運用金融資源，對全球有莫大裨益。過去幾十年來，國際資金流向對新興經濟體系的發展以及成熟經濟體系的復甦都起着重要影響。當經濟體系運作暢順時，國際資金流向有助解決在分割的市場中出現的資金短缺問題。它們能夠提供一個具有競爭性的環境，有助推動創新。同時，因為國際資金流向能夠為投資者提供較佳回報，所以能鼓勵投資者以最有效的方法運用過多的資金。我們在1980年代和1990年代初也親身經歷過國際資金流向帶來的好處，所以當我們討論這些資金流向所引起的問題時，我們切勿忘記它們也能發揮具體和有建設性的作用。

第二種特徵是關乎在全球各地流竄的資金數額龐大。1995年4月，外匯交易的每日平均全球價值達1.2萬億美元。到了1998年4月，這個數字增加至1.5萬億美元；更具體來說，約相當於每日全球貿易額的48倍。同時，我要強調一點，也就是這些數字代表的絕大部分是私營機構的資金流向。例如，據世界銀行估計，在1997年流入發展中經濟體系的私營機構資金涉及的數額是公營部門的5倍。

這些私營機構資金流向的性質和資金結構變化多端。由於金融市場開放和全球化的發展，相對於傳統的海外直接投資和商業銀行貸款來說，組合資金流向已經成為越來越重要的國際資金來源之一。反映國際資金流向這種變化多端的特性的其中一種情況，就是複雜的投資工具數目越來越多，以及由此而衍生不同層次的工具，涉及不同程度的槓桿比率，供流竄於全球各地的資金投資；更甚者，是讓投資者可以投資在不同市場，卻又無須把資金調動至這些市場。

這些資本流向變化多端、數額龐大，再配合其流動的速度，所造成的影響就更加巨大。電訊設施和資訊科技發達，表示距離與國界不再是限制資金流向的重要因素。這種發展帶來兩個後果。第一，巨額資金可以在極短時間內流入一個經濟體系，也可以同樣的速度從經濟體系流出。舉例來說，在1996年，資金以大約1,000億美元的速度流入亞洲新興經濟體系。到了1997年下半年，資金以大約一半的速度從亞洲區流出。第二，由於距離與國界已不再有意義，所以在某個市場發生的事件可能會即時對在世界另一邊的市場造成巨大而且往往是無法預料的影響。就以去年為例，俄羅斯的債務問題竟然影響到遠在美國和巴西的按揭證券市場。今年初，巴西貨幣貶值令人聯想到這次危機會波及人民幣，當然事實證明這種揣測毫無根據。

在日趨開放和全球化的金融環境中，遇上動盪不穩或不明朗的時期，國際資金數額龐大、變化多端和高速流竄這幾種特性結合起來時，就產生第五種特性——反覆不定。事實上，資金流向的表現能夠把原來只存在於某個地區的少許不明朗因素，擴大至廣泛、持續以及會嚴重動搖根本的危機。當然，除了國際資金流向外，還存在其他因素；不過，某個地方本身的問題迅速演變為我們所謂的亞洲金融危機，顯然就是國際資金流向這種反覆不定的特性造成。由於短期回報吸引，私營機構資本紛紛流入亞洲，使區內經濟蓬勃發展。1997年7月泰銖危機爆發初期，大部人都以為這不過是當地經濟出現問題的訊號，然而卻因為國際市場迅速對新興市場風險進行整體評估後，突然把資金撤離，令事件在瞬間演變為地區性危機。在某程度上，這次危機的影響幾乎遍及所有新興市場，並拖慢了全球經濟增長步伐。這類資金撤離的情況，往往不會考慮支持市場的各項基本經濟因素：亞洲多個經濟體系的確一直存在問題，但卻沒有任何宏觀經濟因素可以解釋，為甚麼在那個時候會突然出現資金大批撤離的情況。正如美國副財長薩默斯 (Lawrence Summers) 所說：「金融危機就像銀行擠提一樣，當每個人都預測銀行會倒閉，或每個人都以為所有人都預測銀行會倒閉，於是都想盡快撤資，最後銀行終於倒閉。基於集體意識的影響，結果預言成真。」亞洲金融危機就是一個典型例子，導致無法估計和不必要的破壞。

國際資金流向令人最感憂慮的情況之一，是金融恐慌和羊群心理所造成廣泛的不穩定局面，因為星星之火可以燎原。如果對資金流向有廣泛的控制權或影響力的市場人士集合力量，操縱群眾當時的負面和不安的情緒，並利用不同司法地區組成的全球金融體系中無可避免會存在的矛盾和比較脆弱的環節，這種反覆不定的特性便變為的因素。這些司法地區中最容易受打擊的，往往是被視作自由市場經濟楷模的地區：小規模或中型開放市場，幾乎沒有或完全沒有對資金流向實施管制，而且金融體系透明度高，並按照簡單明確的原則運作。

去年夏天，香港正處於這種情況。我們被選中，是因為我們的選擇不多。法例禁止我們實施外匯管制，不過即使法例沒有明文禁止，只要香港會考慮這個可能性，香港就會被以為是發瘋了。港元與美元的聯繫匯率是香港金融體系的支柱，我們透過傳統的貨幣發行局制度 (Currency Board System) 來維持聯繫匯率。由於貨幣發行局制度透明度高，而且可以預測對市場環境的反應，所以至少在當時的動盪時期，這種主要特色就成為操控的對象。根據貨幣發行局的自動調節機制，貨幣基礎 (Monetary Base) 擴張，利率便會下降；貨幣基礎收縮，利率便會上升。貨幣基礎中影響利率升跌的關鍵部分，是銀行在貨幣發行

局開設的結算戶口的總結餘(Aggregate Balance)：總結餘數額相當小，在當時的情況下，這個特點使本港的貨幣制度容易受到投機狙擊的影響。

投機者在1997年底和1998年初衝擊港元的行動中發覺到，雖然不可能令聯繫匯率制度崩潰，但對港元施壓令利率上升卻並不困難。1998年夏末，投機者改變策略，預先作出部署，進行槓桿比率極高的跨市狙擊，企圖利用貨幣發行局制度，衝擊股票和期貨市場：根據這個策略，大規模的拋售港元行動會令貨幣市場出現極端緊張情況，從而令股市暴挫至他們所定的目標水平，讓他們從早前購入的期貨合約中賺取大額利潤。

我們成功制止了他們獲取這些利潤——事實上他們當中更有許多因此而蒙受損失；我們所用的方法，是把香港官方儲備的一小部分投資在恒生指數成分股和期貨合約上，所購入的數量剛好足夠令他們的策略不能奏效。這次行動完成後，我們對貨幣發行局制度進行了一些技術性修訂，確保市場不會輕易受到操控。我們在8月的市場行動和其後在9月推出的技術措施，使利率和金融市場趨於穩定，再沒有出現去年夏季所見到危害市場穩定和信心的操控活動。對香港來說，這無疑是一個好消息，因為我們的經濟正處於幾十年來最厲害的衰退期中，我們正奮力向前，力求戰勝逆境。然而，許多評論家卻因為我們的行動而震驚，認為我們這個曾經被譽為全球最出色的自由市場經濟典範之一的城市，竟公然違反自由市場原則。不過，無論在那時或是現在，我們都不認同他們的觀點。現在距離這次事件6個多月，正好是適當時間，進行深入和全面的分析。

自由市場

那麼，究竟怎樣才是自由市場？我們可以從基本經濟學入手，列舉幾個簡單的原則。簡單來說，自由市場就是買家和賣家在沒有政府干預的情況下，以雙方認為合理的條款自由進行交易的市場。由阿當史密斯(Adam Smith)至佛利民(Milton Friedman)等著名的自由市場學作者均認為製造和分配財富最有效的方法，是自由市場和自由企業，而不是政府或壟斷力量；也就是說，自由市場和自由企業是一個公正和繁榮的社會最理想的基石。根據阿當史密斯的概念，自由市場的「無形之手」(Invisible Hand)把看來是既混亂而且只着眼於個人利益的行為，組織成有益和有建設性的社會秩序。佛利民則指出：「透過在自由市場運作的私營企業組織大部分經濟活動」是「政治自由的必要條件」。

在日常運作中，自由市場發揮3種主要作用。自由市場為買賣雙方解答有關應該製造那些貨品和服務，用甚麼方法製造以及貨品和服務的對象等基本經濟問題，從而確保有效分配資源。自由市場透過競爭以及因應不同商品的供求變化調整價格，讓市場人士定出商品的合理價格。從資金角度來看，自由市場發揮金融中介作用，把最終貸款人——或擁有可供借出資金的人——的需要，與最終借款人——或需要流動資金的人——的需要互相配合：在這個過程中，利率發揮關鍵作用，而利率則是由貸款市場中流動資金的供求情況決定。

哲學家一般同意政府越少干預自由市場的各項功能，市場的運作就越有效：中央集權、指導性機關或「大政府」與真正的經濟自由背道而馳；政府最多只可扮演輔助性角色，發揮最低程度的影響，創造有利條件，讓每個人都可自由地就經濟事宜作出決定。但這不等於沒有政府的參與。在自由市場中，大家都知道有一些環節如果不受規管，從整體社會的角度來看會帶來不利後果，政府有具體以及由法律明文規定的權限監管這些環節。一般來說，這些環節涉及經濟學家所說的某種形式的「外來因素」(Externalities)——一個人的行為間接對其他人造成的影響，並沒有計算在人們所支付和收取的市場價格內。公共財貨(Public Goods)便是一個例子，在不受管制的市場力量的運作下，甚少會考慮到如警隊提供的保護這類公共財貨對整體社會帶來的益處。針對壟斷行為的保障設施是另一個例子；所謂壟斷行為是指個別市場參與者所定的價格，可以遠高於在自由競爭下的價格水平。每個國家都在以某種形式糾正市場存在的問題；事實上，從哲學角度來看，如果我們說這正是政府的作用，也並不為過。當然，許多國家在經濟上的參與程度，並不限於解決市場問題。然而，普遍情況並不理想，所以全球趨勢傾向限制政府在經濟方面的參與。

也許我們現在可以從理論轉到實際，談談香港這個長久以來被公認為全球最自由的市場之一的經驗。香港政府相信是現今世界中可以找到規模最小的政府了。雖然現時政府開支是有史以來最高的，但也不過是本地生產總值的20%左右。然而，政府也參與了多個特定的主要環節，為自由市場提供支持。首先，政府提供基礎設施和輔助措施，讓市場蓬勃發展，向前邁進。這些基礎設施和輔助措施由新機場及有關附屬設施等明顯可見的項目，至金管局過去幾年低調進行的計劃，成功發展出先進和穩健的銀行同業支付和結算系統，以及推動本地債務市場發展。香港採用的方法，是盡可能由政府與私營機構合作進行這些項目，並會極之注重私營機構的參與。然而，政府仍然扮演非常重要的角色，負責開展這些項目，以及調動那些私營機構一般無法提供的資源。

第二，政府負責監管及保障自由市場。監管及保障的形式包括條文明確，為個人之間所訂合約提供最終保障的法治，以至市場日常的規律。市場規律方面，不少工作已留待私人機構負責，歷來訴諸公開法庭的合約爭議只佔一個很小的比例，市場及行業監管大部分都屬於自我監管的性質。但同樣地，政府的參與非常重要。每當有爭議解決不來時，一直留在背後的政府便會擔任最後調停人；監管制度需要配合新市場形勢進行改革，政府亦負責主動與市場人士進行諮詢。最新的財政預算案建議大事改革香港證券及期貨市場，便是最好的例子。

最後，遇到市場可能已無法正常運作時，政府便會就着個別明確的事件進行干預。在這方面，金管局在金融領域內擔當一個特別的角色。我們其中一項主要職能是促進香港金融體系的穩定及健全發展，而我們採用的工具除了聯繫匯率、銀行監管及金融基礎設施外，還有持有我們官方儲備的外匯基金。外匯基金是用作維持本港貨幣及金融體系的穩定及健全的備用資源。這些資源只會在極罕有的例子中被動用，而且規定必須根據很明確的理由才可動用。香港市場不但自由，亦對外保持開放，由於我們作為一個成功的金融及商業中心，在很大程度上有賴與海外市場保持聯繫，因此這種開放的特質成為了我們經濟的一項主要優勢。雖然這種特質同時會使香港很易受到完全非其所能控制的經濟或其他因素所損害，但我們除此之外並無其他選擇，原因是保持開放利多弊少。儘管這樣，亞洲金融危機中我們清楚明白到保持開放所涉及的風險。

在香港，這場危機所造成的影響首先是導致經濟迅速陷入衰退，然後是我以上說過的港元受到的一連串衝擊。在1998年夏天衝擊來勢最凶的時候，已有清楚跡象顯示香港自由市場的正常操作陷入危機。具體上，貨幣、證券及期貨市場被嚴重扭曲，以致市場不能進行有效的資源分配，充斥着市場的是操控市場的投機活動；市場價格不再透過基本供求力量的變化來確定；利率不再反映流動資金的供求關係，而是被用作刻意部署市場急遽變化的工具。有關資料已非常清楚顯示，當時絕大部分未平倉的期貨沽空合約都是掌握在極小撮的人手中。我們又估計，有一撮亦是為數不多的人為免受到本身策動的利率飆升影響，已經事先作好部署，借了300億港元資金，然後趁市場最虛弱時急速拋售。總之，我們身處的境況，絕非阿當史密斯等經濟學家所提出的市場是由眾多個別細小的參與者組成的「個人利益主義式競爭」(Atomistic Competition)的模式。我們市場的「無形之手」已被一個形相畢露、由少數投機者操縱的「有形俱樂部」所取代。

在許多其他市場，這類壟斷活動早已受到反壟斷法的調查，例如90年代初美國所羅門兄弟公司事件，便是大家都很容易想起的同類事例。但在香港我們仍未制定這樣的法律，相信現在已是研究應否立例的時候了。我們亦應檢討有關防止市場過份集中的保障機制。去年8月的事件顯示，我們面對的比賽場地（在這裏可以打個比喻，就像座上的朋友今周末可能會到現場觀看七人欖球賽的比賽場地一樣）已被嚴重扭曲，以致一般的參與者完全無法立足，比賽亦被一支陣容遠遠超出其他參與者的隊伍所支配，這支隊伍毫無體育精神，只靠服用類固醇來壯大肌肉，亦罔顧比賽規則。作為一個權力有限，但卻負責維持比賽基本公平原則的裁判員，我們決定以本身能力範圍內最快速、最有效及最公平的方法在市場採取行動，結果賽場恢復穩定，香港市場仍是保持開放，而且能夠像七人欖球賽一樣，吸引全球各地熱切希望公平競賽的球員前來參與。

我們已再次檢討市場規則，以能盡量有效地保障市場的自由運作。有關的改革包括已開始推行新的貨幣發行局措施，還有我上面提過重整證券及期貨市場的建議。要強調的一點是，只要國際金融體系一日仍缺乏國際模式的監管制度，個別市場所能做到的都有限。現在人們逐漸有了共識，認為需要在國際層面做一些工夫，建立一套比單靠個別市場力量更能有效應付資金流竄問題的全球金融架構。過去6個月不少國際組織及論壇都對此努力思考，而香港以其受到投機衝擊的直接經驗，亦竭盡所能倡議成立一個有關提高跨境資金流動透明度及進行非直接監管的制度，這個構思中的制度既會有國際支持，亦不會妨礙市場自由運作。雖然關於應首先解決甚麼問題的探討已有了一些進展，但仍遠未能談得上收到成效，而且近幾個月再無出現大型投機衝擊活動，我們很容易會誤信市場已經恢復安全。

結語

綜合來說，我們基本上面對的問題是：資金在一個全球化、不分邊界的金融體系內四處流動。由於市場趨向自由化，加上資訊科技日新月異，金融體系將會繼續朝着這個方向發展。可是，金融體系的監管卻仍停留在各國政府個別運作的模式上。為使本地市場既能從資金流動中受惠，又能把涉及的風險盡量減低，各國政府可以盡力的地方有很多，而它們確實已作了不少努力。但這些風險主要是源自資金數量龐大，流轉速度快，而且可能抱着來者不善的目的，要對它們加以妥善管理可能會超出個別市場的能力範圍。等到危機出現才加以

管理及施行挽救方案，以修復破壞及清理災場，是一種代價龐大又造成震盪的方法。只有防患於未然，透過聯合行動改革國際金融架構，以及確保自由市場發揮應有作用，才是長治久安的有效對策。以香港及整個亞洲區在過去20個月的經歷來說，我們熱切希望這個課題所凝聚了的動力不會消失，更毋需出現另一場大型的金融危機，再次經歷市場失序的紛擾困局，大家才真正明白預防勝於治療的重要。