

加強亞洲地區合作以促進金融穩定的新體制

貨幣風潮並非亞洲獨有。不過亞洲所欠奉，而歐美所有的，就是一個深化、流動性高和成熟的債務市場。近期的亞洲貨幣問題出於資金錯配，再加上缺乏有效的中介機制，使情況更形複雜。因此，解決方案是在區內設立一個有效率而且可靠的債務工具中介機制。

引言

上星期在溫哥華舉行的亞太經濟合作組織經濟領袖會議上，與會者支持以推動亞洲區金融穩定為目的的「馬尼拉方案」(Manila Framework)。我們今天舉行這個會議實在最適合不過，大家可以回顧在馬尼拉達成的協議，並商討如何定出積極和一致的方向，盡快落實「馬尼拉方案」。

去年這個時間，相信在座當中沒有多少人能預計到世界增長最迅速的地區——亞洲——的股票市場會由高峰滑落30%至60%，而現時其中3個大型經濟體系更要推行國際貨幣基金組織(基金組織)的援助計劃。香港和新加坡等基調穩健的經濟體系也受到牽連，不能倖免。

然而，我要再次提出各國經濟領袖在溫哥華會議上的說話，他們指出大家千萬不要忽略亞洲經濟基礎因素強勁這個事實。雖然亞洲經濟出現短暫動盪，不過亞洲仍然是21世紀增長潛力最大的地區。我們在20世紀末葉親身體驗到的金融危機，正是基金組織總裁康德蘇先生認為會在21世紀發生的問題。由此可見，亞洲的確領先其他地區。

我相信有需要重申馬尼拉協議包含的4個要點：

- 第一，雖然亞洲問題基本上是因為發展失衡引致，加上資金流動情況不穩，令情況更形嚴重，不過這些問題的影響已經遍及全球，需要由全球方案來解決。基金組織、世界銀行(世行)和亞洲開發銀行(亞行)等國際金融組織能夠發揮重要作用，協助尋求一個全球性的解決方案。

- 第二，亞洲的主要問題是私營部門過於倚賴短期債務來彌補經常帳赤字。東亞政府一向以來都相當審慎，不計日本在內，1996年東亞地區的盈餘佔當地生產總值的0.1%。然而，這種情況卻令債務問題更加複雜。1994年墨西哥發生的國債危機和更早以前的經驗並非百分百可供參考。
- 第三，亞洲面對三重風險問題。首先是因為以短期借款來應付長期經常性承擔而引致的流動資金錯配風險。其次是因為以外匯借款來資助房地產發展，但這些發展項目又不能產生外匯來償還債項，於是便出現貨幣錯配問題。最後，就是因為資產價格下跌、外匯虧損和利率高企，令企業和銀行資本減少而引致的信貸風險問題。銀行體系因而承受極大壓力。
- 最後，如果基金組織資源不足，區內各地會因應個別情況，就基金組織資助的計劃提供補充財政資源。

當前問題

馬尼拉會議突出了解決這次地區金融問題的方向，而是次吉隆坡會議則可以達到另一個重要目的，也就是根據大家商定的原則，定下切實可行的機制來應付這次金融風潮。

基金組織總裁康德蘇先生和各位財長在處理結構問題上花了相當的功夫，而且成效理想，因此我不會再就這個問題發表意見。我會針對因為金融風潮而引致亞洲出現的流動資金問題，與大家商討解決辦法：這個辦法不會引致道德風險問題，也不會對提供援助的經濟體系的政治和經濟構成沉重壓力。我的同僚在馬尼拉提出了利用市場機制來解決金融風潮的初步構想，其後我們在這個基礎上再詳加討論。接下來我會跟大家闡述我們討論的結果。

亞洲區的中介機制

相信大家都會同意亞洲區經濟基礎因素強勁，人民儲蓄率高，政府財政政策審慎。亞洲區其中一個有趣的現象，就是我們把資金流入淨額中幾乎70%存起為外匯儲備，所以目前東亞地區的外匯儲備已超過6,000億美元，全球擁有最

龐大外匯儲備的6個經濟體系中，有5個位於東亞。然而，我們普遍低估了不穩定資金流向對區內金融體系所造成的壓力。

亞洲貨幣問題基本上是資金錯配 (Funding Mismatch) 問題，再加上缺乏有效的中介機制 (Intermediation)，問題就更形複雜。我們向來把儲蓄投資在亞洲區以外的地方，主要是經濟合作及發展組織的市場，而資金又以海外直接投資 (Foreign Direct Investment) 和組合投資 (Portfolio Investment) 的形式流回區內。事實上，亞洲區的大部分官方外匯儲備都是投資在海外的長期債券，而流入的資金則以短期銀行貸款、股本投資和海外直接投資為主。正如我們從這次痛苦的經歷裏學到的一樣，這些流入的資金並不穩定，隨時都會撤離。

在昨天的會議上，大家都同意對沖活動而不是對沖基金會加劇流入資金的波動情況。我不打算在這裏再討論這一點，不過順帶一提，香港也認同投機活動只能把市場價格推高至市場基礎因素能夠支持的水平，當價格到達這一點時，投機活動便會互相抵銷。香港實行貨幣發行局制度 (Currency Board System)，匯率固定，因此面對港元投機活動時，作出必要調整的並非匯率，而是利率，而利率的調整又對資產市場構成壓力。近期香港某些環節的價格已經出現了大幅度的調整。我們相信雖然調整的過程相當痛苦，但這些調整都是必須的，因為能夠修正股票和物業市場價格過高的情況。事實上，由於香港經濟由服務業主導，因此這些調整有助促進香港的競爭能力。

以市場為本的解決方案

這次貨幣風潮並非亞洲獨有的問題。80年代末和90年代初，歐洲也曾發生匯率機制 (Exchange Rate Mechanism) 危機，北歐地區的銀行以至美國的儲蓄貸款協會 (Savings and Loan Associations) 亦曾經歷重大的調整。亞洲所欠奉，而歐美所有的，就是一個深化、流動性高和成熟的債務市場。這樣的債務市場能夠造就 3 項有利因素：

- 政府和公司可以運用長期貸款作長線投資，從而消除存在於亞洲市場的期限錯配 (Maturity Mismatch) 問題。
- 公司可以發行美元、日圓或歐洲貨幣債券，並按亞洲時間結算交收，從而消除貨幣錯配問題，並能按照歐洲美元或歐洲日圓市場的模式，發展一個真正深化的亞洲債務市場。

- 亞洲有大量高質素債券供應，從而鼓勵亞洲經濟體系把官方儲備投資在亞洲。為了進行風險管理，亞洲各地向來都有投資於十國組織的貨幣和證券，如果亞洲市場的投資風險、回報和流動性都與十國組織的市場相若，我相信亞洲區的儲備可投資於亞洲。我們作為財長的，可以造就適合的基礎設施和經濟環境，協助發展一個活躍而有妥善風險管理的債務市場。

當我們認識到亞洲市場的問題後，我們或許應該考慮在區內設立有效率而又可靠的資金中介機制，來解決目前因短期借貸過度而引致的短期流動資金短缺問題。換句話說，我們應該想辦法把亞洲的豐厚財富，轉化為區內市場的雄厚流動資金，不致擾亂全球資金流動情況，或是要付出高昂代價把海外資產變現。

亞洲區怎樣才能發展出這種中轉資金的能力？首先，我們要認知，單單依靠公共資源，永遠不足以解決因私營部門過度借貸而引起的問題。解鈴還須繫鈴人，唯有市場為本的方法 (Market-based Solutions)，才能解決由市場引起問題。其次，我們需要把有限的公帑適當分配，以便能發揮最大的效益，在避免出現道德風險之餘，也營造適當、穩定和透明度高的環境，並有清晰的法規推動私營部門循序漸進作出調節。此舉亦能發動私營部門利用本身的資金解決本身的問題。第三，假如出現信貸風險引致的信心問題，我們應該經由世行、亞行等國際金融組織在亞洲市場發行優質債券，所籌集的資金要在完全符合基金組織條件的情況下加以運用，從而減輕有問題經濟體系的流動資金需求。

我們認為這類債券應按市場利率定價。市場利率再加上基金組織條件的限制這兩項因素，足能解決道德風險問題。待這些有問題地區的經濟復原後，市場上就會越來越多由這些經濟體系直接發行的債券，來取代由國際金融組織發行的債券。

我們也相信亞洲市場會歡迎國際金融組織擔當中間人的角色發債，甚至私營機構也會有興趣購買這些債券。此外，由於這些債券都是AAA評級，而且流動性高，無論區內和區外有盈餘的經濟體系都會樂意動用外匯儲備購買這些債券，作為一項投資。

簡而言之，我們提出的方法有 4 項優點：

- 我們從私營銀行和公司，亦即市場入手解決由它們引致的貨幣問題。事實上，有時候問題國家的私營部門流動資金短缺的情況極為嚴重，即使友好地區擁有龐大儲備，也無法提供協助。
- 國際金融組織可以通過定期發債，讓有盈餘的經濟體系自願購買，從而累積資源，以應付不時之需。這樣，如果有國家陷入危機，這些國際金融組織就無需像現時一樣，要在極短時間內急忙向情況沒那麼嚴重的經濟體系籌措大筆救援資金。相信大家很清楚，參與這類救援行動，經常會引起內部一些不利的反響，影響政局穩定，而且任何經濟體系都不可能每次有求必應。
- 這種方法是由國際金融組織作主導，推動問題經濟體系整頓本身的金融體制，但又無需這些國際金融組織付出多少代價。此舉鼓勵國際金融組織發揮中轉信貸和流動資金的功能，而這種功能正是私營部門未能獨力有效發揮的。
- 由於問題經濟體系要完全符合基金組織條件，而國際金融組織所發行的債券又按市場利率定價，所以自然不會出現道德風險問題。
- 上文提出的方法不單止與「馬尼拉方案」運用國際金融組織財力的構思完全一致，而且更可能無需尋求補充財政資源，而補充財政資源意味着要作出無限的承擔，以及仍然有不明朗因素存在。

以上就是我們所指，以市場為本的方法，解決由市場引起的問題。這個方法涉及一些技術問題，不過都是能夠解決的。我建議應該由市場專家來定下詳細的解決辦法。就此而言，我們歡迎各鄰近經濟體系和國際金融組織運用香港的資本市場。「馬尼拉方案」中提出組成一個專家工作小組負責推行工作，香港樂於召開一個專家會議，來商討我剛才提出的構想。