

國際金融監管模式改革及香港金融監管面對的課題

謝國樑

研究專論第一零三號

二零二三年七月

香港中文大學劉佐德全球經濟及金融研究所
香港新界沙田澤祥街十二號鄭裕彤樓十三樓

鳴謝

劉佐德全球經濟及金融研究所衷心感謝以下捐助人及機構的慷慨捐贈
及對我們的支持 (以英文字母順序)：

捐助人及機構

查懋德	雅居樂集團控股有限公司
鄭海泉	亞洲金融集團有限公司
蔡冠深	中國銀行(香港)有限公司
胡祖六	銀聯金融有限公司
神原未綺	中國概念(諮詢顧問)有限公司
江達可	招商永隆銀行有限公司
劉佐德及劉陳素霞	第一東方投資集團
劉遵義	四洲集團有限公司
利乾	恒隆地產有限公司
梁家康	恒基兆業地產有限公司
梁錦松	香港交易及結算所有限公司
李偉波	弘毅投資
呂耀東	中國工商銀行(亞洲)有限公司
黃志祥	麗新發展有限公司
孫少文	劉佐德基金有限公司
王庭聰	敏華控股有限公司
榮智權	星島新聞集團有限公司
盛智文	新鴻基地產發展有限公司
	大生銀行有限公司
	東亞銀行有限公司
	香港上海匯豐銀行有限公司
	The Lanson Foundation

活動贊助人及機構

周松崗	盤谷銀行
蔡清福	中國銀行(香港)有限公司
方方	中國銀行金邊分行
方正	北山堂基金
馮國經	國家開發銀行
李偉波	金陵華軟
黃桂林	厚樸投資管理公司
	中國工商銀行金邊分行
	金陵控股有限公司
	新華集團
	The Santander-K Foundation
	銀聯國際

國際金融監管模式改革及香港金融監管面對的課題[§]

謝國樑*

2023 年 7 月

摘要：本文主要探討金融監管涉及的主要問題。文章檢視了國際上主要金融監管模式的利弊、監管模式調整對金融業發展的影響，歸納總結了 2008 年全球性金融危機爆發後國際金融監管體制出現的改革趨勢及主要經濟體的行動。文章還就香港金融監管模式面對的新課題、新挑戰提出看法。

關鍵詞：金融監管模式、香港金融監管、虛擬金融監管

[§] © 2023 香港中文大學劉佐德全球經濟及金融研究所

*謝國樑是香港中文大學劉佐德全球經濟及金融研究所名譽高級研究員、《香港地方志 金融卷》主編。本文僅代表作者個人意見，並不必然反映與作者相關各機構的觀點。

1. 金融監管的目標、原則及手段

金融監管是金融制度的重要環節，它以法規為基礎對金融市場交易規則以及各類金融機構的行為準則作出規範。一般而言，實施金融監管的目的是為了促進整體金融業的穩健發展，達到五項具體目標，包括：

- (1) 金融體系穩定；
- (2) 金融仲介機構健全；
- (3) 金融基建安全可靠及高效；
- (4) 金融資訊充分，市場公開透明，交易公平有效；
- (5) 客戶資料安全、金融合約及授權清晰。

金融監管體制雖然沒有“普適性經驗”，各國都從具體國情出發加以構建，但一個穩健金融監管制度具有多方面基本原則需要堅守，包括：

- (1) 以風險防範為監管重點，要求認可機構及時準確披露風險；
- (2) 具有差異化措施針對不同機構、不同業務的風險暴露；
- (3) 監管資源向對金融體系穩定有關鍵影響的機構和業務傾斜；
- (4) 對在地機構監管以機構所屬的集團及跨境經營區域為監管本位；
- (5) 保持緊密的國際監管合作；
- (6) 對問題機構處理以降低風險及影響，而非責任擔保作為化解原則；
- (7) 機構的董事會及管理層承擔經營風險的主體責任；
- (8) 鼓勵行業自律，發揮行業協會作用；
- (9) 提供公平競爭環境，促進市場效率，為金融創新與發展提供條件；
- (10) 監管機構與經營者建立暢通的諮詢及溝通管道。

金融監管機構常用的監管手段，因各國體制、發展階段及目標不一樣，有一定區別，但大致上有幾大方面，包括：

- (1) 制定或調整法規；
- (2) 資格認可（經營牌照）審查；
- (3) 監督及檢查；
- (4) 決議（解決方案）及執行。

2. 金融監管的基本模式、利弊及影響

2.1. 基本模式

金融監管模式的選擇是金融中心一項十分重要的制度性安排。金融監管機構主要有兩類功能，一是負責宏觀貨幣政策，一是負責市場穩定。宏觀貨幣政策一般由中央銀行負責。金融穩定的工作由什麼機構負責則要看各國的監管架構及模式，有的國家由央行直接監管；有的國家將銀行、證券及保險等業務分別由不同機構監管；有的國家由一個獨立於央行的綜合機構監管。各國監管機構的設置主要是根據本國具體情況而定，但並非一成不變，而是會因應市場環境變化作出調整。大致上，目前世界上的基本監管模式 (supervisory approach) 可分為四大類別，分別是：

(1) 以機構/行業為本 (the institutional/industry-based approach)，也稱分業監管。機構性監管屬於較傳統的金融監管模式，主要是按機構所經營的業務性質及法律地位，例如銀行、證券、保險等，去設計及確定相應的監管機構。監管機構的監管範圍涵蓋被監管機構的安全、健全及商業操守。2023 年前的中國內地、香港特別行政區、墨西哥等屬於這類監管模式。

(2) 功能性監管 (the functional approach)。其主要特點是按每一種金融業務的類別進行監管，而不管從事這些業務經營的機構性質如何，即不理會該機構是以什麼名義（如銀行、證券或者保險）註冊的法人。在功能性監管模式下，一家法律上註冊為零售銀行的機構同時經營銀行、證券和保險業務，該機構便需要同時接受這三類監管機構監管；例如，一家零售銀行在拓展交叉業務時為證券公司或保險公司代售投資產品，這一業務環節需要接受證券或保險業監管部門的監管。各功能監管機構需要同時負責規管該類業務的安全、健全及行為操守。目前採用這一監管模式的國家有法國、義大利、西班牙，部分南美國家如巴西也採用類似的金融監管。

(3) 單一監管 (the single supervisory approach)，也稱為綜合監管 (the integrated approach)，由一家單一的綜合監管機構監管所有行業，包括金融機構與體系的安全、穩健及行為操守。目前新加坡、瑞士、加拿大、德國、日本等採用此監管模式。而英國於 2002-2013 年期間也實施單一監管。

(4) 雙峰監管 (the twin peaks approach)。該模式的主要特色是以目標為本，將金融機構的業務穩健與經營行為分開監管，一個機構負責對金融體系的審慎監管，目標是

維持金融系統的安全穩健；另一個機構集中於對金融機構業務操守的監管，目標是保障客戶利益。目前採用這一監管模式的國家有澳大利亞及荷蘭等。澳大利亞監管機構由澳大利亞儲備銀行、澳大利亞證券與投資委員會和澳大利亞審慎監管局構成。澳大利亞審慎監管局只負責銀行、保險公司和大部分養老金的審慎監管。

需要指出的是，近些年各國都不同程度地放寬金融機構拓展業務的邊界限制，金融機構拓展交叉業務、跨界經營越來越普遍。金融混業發展的趨勢也令不同監管模式難以清晰分開，而是被混合使用。因此，上述監管模式並非不可相容，從實際情況看，有些國家採用的監管模式也不是非此即彼，而是有所交叉。例如義大利的銀行及非銀行仲介機構由中央銀行監管，保險業務由保險業監管局 (ISVAP) 監管，退休基金則由退休基金監管局 (COVIP) 監管，採用的是機構型監管模式。但證券與投資公司由公司及證券交易委員會 (CONSOB) 監管，採用的是功能型模式監管。

鑒於機構監管與功能監管已難以清晰分開，因此也有研究將功能型監管模式歸入機構分業型監管類別。

2.2. 利弊

在上述四種基本監管模式中，以“機構或分業監管”模式較為傳統。分業監管的好處是監管機構的獨立性與專業性較強，但它需要建基於各種金融活動可以明顯歸類的基礎上；具體弊端是難以顧及跨功能、跨行業的金融活動，令金融活動要麼重複監管或多重監管，要麼真空無人監管。而分業監管實施的基礎與實際金融活動越來越脫節，也容易導致部分領域監管不到位，監管套利大行其道。

較近期的一個例子是，證券公司開發金融產品交由零售銀行代為銷售，此金融活動跨越銀行與證券兩大行業，令金融產品的風險容易被忽視。2008 年雷曼兄弟公司 (Lehman Brothers Holdings Inc.) 倒閉前在香港、新加坡等地大量銷售帶有欺詐性的“迷你債券”便是鑽了這一監管空子；又如，控制多個金融行業業務的金控公司由哪個機構監管也是一個灰色地帶，因此實行分業監管的國家或地區往往需要制訂專門規管金融控股公司的“金控公司法”。多年前中國內地及一些新興市場的金融控股公司快速發展，但這類公司的業務活動由誰監管、怎麼監管，一度處於真空狀態。分業型監管運作的順利與成功需要不同監管機構之間緊密合作，但現實中監管機構往往各自為政，難以預防及監控金融體系的系統性風險。

在中國內地的分業監管體制下，機構/分業監管體制還存在溝通成本高昂的問題。不同監管單位行政級別相同，沒有從屬關係，相互之間都只有建議權而無行政命令權，導致監管單位溝通不足或溝通效率低，監管資訊的分享不充分、不暢通。

“單一機構監管”是近三十年在英國及歐洲大陸發展出來的監管模式。由單一機構負責監管各類金融業務和機構，是英國基於金融業已是混業經營產業、金融機構類別及差異趨於模糊的狀況下發展出來的。1997年英國工黨執政後，時任財政大臣布朗(Gordon Brown)隨即啟動一項金融制度改革。改革的核心內容是剝離英倫銀行對銀行體系的監管功能，成立金融服務局(Financial Services Authority)，專責對銀行、證券與投資等金融業務的監管，把英國金融監管體制轉型成為單一監管架構。這項改革從1997年啟動，於2001年底完成法律程式，2002年正式實施。

單一監管的好處是，金融機構無需分別向多間監管機構，如央行或銀監、證監交代，監管工作更具效益；但另一面，則有監管權力過分集中、存在利益衝突及欠缺制衡的問題。

“雙峰監管模式”是過去二十年分別在澳洲及歐洲一些國家發展出來的新模式，由不同機構承擔不同監管目標，設計上試圖得到單一監管在效率上的好處，還可以兼顧金融體系安全，保障客戶利益，並有較高的監管透明度。以被視為雙峰監管模式典型的澳大利亞的監管架構為例，該國的儲備銀行負責貨幣政策及整體金融體系的穩定，審慎金融監管局(APRA)負責監管金融活動的健全性，具體包括對銀行、信用社、按揭公司、保險公司以及退休金機構經營的穩健問題進行全面監管，澳大利亞證券及投資委員會(ASIC)則負責對企業、金融市場、金融服務組織及服務人員的業務運作進行監管。雙峰監管性質上還是屬於分業監管，對於一些跨功能、跨行業的金融活動，監管上也有灰色地帶。

2008年爆發的全球金融海嘯，西方國家無論實行單一監管，還是分業監管的金融中心，均沒能避免受到衝擊，如“雷曼迷你債事件”(Lehman mini-bonds)在香港及新加坡兩個實行不同監管模式的地方均有發生，而英國及美國也都出現對銀行的審慎監管不夠而發生銀行擠提或倒閉的事件(英國的Northern Rock商業銀行及美國的雷曼兄弟投資銀行均在這次危機中倒閉)。

經驗表明，每一種監管模式的組織安排均有利有弊，並無證據顯示哪一種監管模式絕對優越。在金融監管體制和金融監管模式方面並無放之四海而皆準的普適性經驗，金融監管沒有最好的模式，只有適合國情的制度，僅憑監管模式並不能解決金融體系運作的最優問題。

2.3. 影響

雖然每一種監管模式的組織安排均有利有弊，但金融監管的架構設置、監管措施的鬆緊對金融監管目標的實現具有直接影響，在金融市場運作與發展中起關鍵性作用。金融監管的調整，小到某項法規的改動，均有可能給金融市場、金融服務及金融產品創新與發展帶來深遠影響，刺激或者抑制金融機構佈局和業務拓展、金融市場結構重組，影響金融交易的活躍程度，創造機會或者醞釀風險。

現實中有很多這類例子：

1929 年華爾街金融市場崩潰後，美國在 1933 年通過《格拉斯-斯蒂格爾法案》(Glass Steagall Act, 1933)，分離證券、銀行及保險業務，即把商業銀行和投資銀行業務嚴格分開，以堵截它們之間串通進行投機活動。自此，美國金融業形成了銀行、證券、保險分業經營的模式。

該法案還引入 Q 項條款，規定聯邦儲備委員會的會員銀行不得對支票賬戶支付利息，同時允許聯儲局為其它類別存款設立利率上限。由於這項利率管制措施，花旗銀行於 1961 年首創發行了大額可轉讓存單 (certificate of deposit, CD)，面值 10 萬美元，利率高於 Q 條款規定的利率上限，變相以高息在市場吸收存款。CD 的誕生揭開了上世紀金融產品創新的序幕。

1986 年 10 月英國政府透過對股票佣金制度改革大幅降低證券交易費用。這項針對倫敦證券交易所規則的重大金融改革 (Big Bang)，大大增強了倫敦證券市場的活力，吸引了大量國際資金、金融機構及人才流入，幫助了倫敦重振國際金融中心競爭力，對英國整體金融業發展產生了巨大影響。倫敦金融業在八十年代後期的蓬勃發展，使金融機構往東部擴展遷移，金絲雀碼頭 (Canary Wharf) 崛起成為繼倫敦金融城後新興的中央金融商務區。

基於科網股泡沫破滅引發安然公司 (Enron Corporation)¹倒閉所暴露的問題，美國國會於 2002 年通過《薩班斯法案》(Sarbanes-Oxley Act)，對上市公司提出嚴厲要求。該法案的 404 條要求上市公司需要確保所披露的財務報告準確、可靠，否則企業的行政總裁及財務總監需要負刑事責任，最高可被判處入獄 20 年。該法案提高了上市企業的合規成本及高管人員的風險，抑制了海外企業、尤其是新興市場企業到紐約交易所上市的興趣。《薩班斯法案》實施以來紐交所的上市業務下降，失去了長期保持的全球新股集資王的地位。與此同時，得益於大量中國內地企業以香港作為離岸集資的基地，香港交易所的新股集資額在 2006、2009、2010、2011、2014、2015、2016、2018 及 2019 年超越紐交所，位居全球榜首。這是過去難以想像的情景。

一個較近期的例子是美國於 1999 年廢除《格拉斯-斯蒂格爾法案》後產生的巨大影響。美國在實施分業經營、分業監管多年後，金融機構由於業務不能越界，經營被束縛住，難於做強做大。隨著國際金融業競爭加劇，美國金融業界對放鬆管治的要求強烈，克林頓政府也感到《格拉斯-斯蒂格爾法案》對美國金融業提升實力與國際競爭力具有負面影響，遂啟動廢除《格拉斯-斯蒂格爾法案》法律程序，並於 1999 年獲國會通過實施。

《格拉斯-斯蒂格爾法案》廢除後，在法律上美國金融公司除了不准經營非金融生意外，已可以同時經營商業銀行、投資和保險業務。即一家金融公司可同時控制商業銀行、投資銀行和保險公司。隨著金融監管放開，美國商業銀行的業務界限逐漸模糊，多數金融機構積極往綜合化、多元化發展，全球金融業逐漸走向混業經營模式。

跨市場、跨行業經營令美國金融業內一批“大到不能倒”的機構快速成長，這被認為是 2008 年美國次貸金融危機引發系統性金融風險的深層原因。這場次貸金融危機快速蔓延至西歐乃至全球，雷曼兄弟公司、AIG、蘇格蘭皇家銀行 (RBS)、德意志銀行等一批大型金融機構在危機中陷入困境或破產倒下。美國國會議員伊莉莎白·華倫 (Elizabeth Warren) 認為，廢除《格拉斯-斯蒂格爾法案》是導致 2008 年金融危機及經濟大衰退的原因之一。花旗集團前行政總裁桑迪·維爾 (Sandy Weill) 則認為，允許商業銀行和投資銀行合併是一個錯誤。

¹ 安然公司是一家位於美國德克薩斯州休斯頓市的能源類公司，2001 年宣告破產。倒閉前，安然擁有約 21,000 名雇員，是世界最大的電力、天然氣以及電訊公司之一。

3. 主要經濟體金融監管模式近年的改革

中國

中國的金融監管架構在 1978 年改革開放後經過多次調整形成了有中國體制特色的監管模式。改革開放後，中國着手進行金融監管體系建設，初期主要圍繞中央銀行和國有專業銀行的組建。1978 年中國人民銀行從財政部獨立，1983 年國務院決定人民銀行專門履行中央銀行職能，負責監管銀行、信託、證券、保險等所有金融業務，成為唯一的金融監管者。中國形成了集中統一監管體制。

1992 年，國務院證券委員會和證券監督管理委員會成立，並接過人民銀行的證券期貨市場監管功能，中國金融監管架構開始由單一走向分業。1993 年底，國務院發佈《國務院關於金融體制改革的決定》，提出證券、保險、信託和銀行業實行分業經營。1998 年，國務院證券委員會和證券監督管理委員會合併，新證監會統一監管全國證券和期貨經營；同年 11 月中國保險監督管理委員會成立，負責保險業的統一監管。2003 年，中國銀行業監督管理委員會成立，負責對全國銀行業金融機構及其業務活動監督管理的工作。自此，中國形成了“一行三會”的金融監管格局。

2017 年中國國務院設立金融穩定和發展委員會，作為統籌協調全國金融穩定和改革發展重大問題的機構，其職責包括強化宏觀審慎管理，強化功能監管、綜合監管和行為監管，實現金融監管全覆蓋，形成了“一委一行三會”的綜合性金融監管體系。

鑒於銀行及保險機構存在較多業務交叉，2018 年 3 月銀監會和保監會整合，組建新的銀保監會，同時，銀監會和保監會原有的擬訂銀行業、保險業重要法律法規草案和審慎監管的職責劃入人民銀行。至此，中國的金融監管體系從“一委一行三會”轉變為“一委一行兩會”，以提升分業監管的專業化與規範性。

經過多年運作後，中央政府於 2023 年 3 月再次對金融監管體系作出重大改革。這次改革的核心內容是組建國家金融監督管理總局，作為國務院直屬機構，統一負責除證券業之外的包括銀行、保險、金控公司等金融業監管。人民銀行對金融控股公司等金融集團的日常監管職責、對金融消費者的保護職責，證監會的投資者保護職責也劃入國家金融監督管理總局。改革還包括剝離中央金融管理部門管理的市場經營類機構，調整人事編制。新機構下，人民銀行、國家金融監督管理總局、證監會、國家外

匯管理局及其分支機構、派出機構均使用行政編制，工作人員納入國家公務員統一規範管理，執行國家公務員工資待遇標準。

與歐美國家比較，中國金融監管上一個較顯著的特色是監管機構是政府行政體系的組成部分，監管者本身也是有級別的行政官員；法規與行政措施混合使用，在金融監管中同時發揮作用。而歐美金融監管體系則主要或者是基本上依賴法規，監管機構一般獨立於政府行政之外，即使沒有獨立，也是依照一套專門法規運作，基本不受行政干預（如香港特區的證監會完全獨立於政府、金管局仍然屬於政府管轄的機構，但有專門法規保證其運作的獨立性）。中國這種法規與行政配合使用的監管具有靈活性大、處理問題效率高，尤其是應對突發事件的能力強等優點，但存在監管容易出現隨意性、影響制度的透明度及可預知性等問題。

美國

美國於1933年實施的《格拉斯-斯蒂格爾法案》，促使金融業走向分業經營，對其近代金融監管模式的發展演變具有深刻影響。長期以來，美國對銀行、證券、商品交易及保險業經營均採用功能型監管模式；對互助儲蓄銀行 (thrift) 則採用綜合監管模式。

但美國的金融監管體制是其政治與行政管治分散的聯邦體制在金融業的表現，其監管架構遠比一般的監管模式複雜得多。美國的聯邦政府與州政府都參與監管，主要監管機構包括聯邦、州以及行業超過十個。

美國共有四個聯邦監管機構負責監管銀行，包括美國貨幣監理局 (Office of Comptroller of the Currency, OCC)、美國聯邦存款保險公司 (Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC)、儲蓄機構監理局 (Office of Thrift Supervision, OTS)，以及聯邦儲備局 (Federal Reserve Board, FRB)。證券公司由三個機構監管，包括證券交易委員會 (Securities and Exchange Commission, SEC)、州證券監管者 (State Securities Regulators, SSR)，以及自律性組織 (Self-regulatory Organizations, SROs)。期貨公司由三個機構監管，包括美國商品期貨交易委員會 (Commodity Futures Trading Commission, CFTC)、美國全國期貨協會 (National Futures Association, NFA)，以及自律性組織 (SROs)。保險業則由五十個州各自的保險監管機構監管。

聯邦儲備局是一個控制美國金融體系運作的機構。該局的主要職責是制定貨幣政策，並以公開市場為主要工具，透過買賣美國國庫券和各聯邦機構發行的債券活動影響金融市場的貨幣供應量、流動性以及借貸條件。

聯邦儲備局也具有監管銀行業的職能。該局主要透過其法規與監管部 (Division of Supervision and Regulation) 監督各類金融機構及其活動，以促進金融體系的穩定安全與健全，從而支援宏觀經濟穩定增長；制定監管政策措施（包括法規、指引及政策方針）調控銀行、金融業結構。特別是透過宏觀審慎方法監管調控具有系統性影響超大型的重要金融機構。

另外，美國市場還有大量的無監管或者只受到輕度監管的金融機構，如對沖基金 (hedge fund)、私募基金 (private equity)、按揭仲介公司 (mortgage broker)、支票兌現行 (check casher)、匯款公司 (money transmittal firm)、經營短期小額借款的發薪日貸款公司 (payday loan provider)。這些從事金融業務的公司從很小的社區機構到規模龐大的跨國經營機構都有，常常爆發經營問題，如何規管一直是美國金融監管在平衡金融發展與市場穩定上的難題。

美國監管機構功能重疊，程序繁雜，除了令其監管成本高昂，較明顯的弊病是容易出現監管過度或者過輕的問題；也存在可被用於“監管套利”的灰色地帶，即提供相同產品的不同金融機構嘗試改變其機構類屬，以便可以將自己置於監管標準最寬鬆的監管機構管轄之下營運，特別是在 1998 年美國通過了《格雷姆-裡奇-比利雷法案》(Gramm-Leach-Bliley Act)，解除銀行、保險及證券業之間相互滲透的法律限制之後，金融機構的母公司變得越來越類似，監管套利行為更為容易。

此外，美國各金融監管機構有各自的使命、監管理念、及監管手段，彼此之間只透過一個資訊共用協定促進協作，沒有正式機制及協調管道去應對各自所關注的問題。例如，目前聯邦儲備銀行與證券會兩個最重要的監管機構，均負有監管金融控股公司及投資銀行控股公司的職能，卻沒有正式協作機制，這一直是很有爭議的問題。

2008 年由次級房地產貸款違約引發的金融危機，觸發了美國對金融監管做出一系列改革，但其分散重疊的體制並沒有本質改變。次貸危機爆發後，時任財長保爾森 (Henry Paulson) 帶領團隊於 2008 年 3 月公佈了《美國金融監管體系現代化藍圖》(Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure)。奧巴馬接任總統後，財長蓋

特納 (Timothy Geithner) 領導新的團隊繼續就金融監管改革進行研究，並於 2009 年 3 月公佈了名為《金融監管改革框架》(Treasury Outlines Framework For Regulatory Reform) 的改革方案，於 6 月正式提交國會審議。該議案的主要內容包括：(1) 改革分散的監管機構；(2) 制定綜合性監管法規，增強衍生產品市場的透明度，提升監察系統性風險能力；(3) 成立新機構，加強保障消費者；(4) 建立新的拯救機制，強化應對金融危機的手段；(5) 加強國際間的監管合作，統一國際會計制度，加強對信用評級公司的監管等。

在此議案基礎上，國會參眾兩院著手草擬相關法律文本，奧巴馬政府在該法案加入了聯儲局前主席伏爾克 (Paul Volcker) 對金融監管提出的改革建議。²法案分別於 2010 年 6 月 30 日及 7 月 15 日獲眾議院及參議院通過，經總統奧巴馬簽署後成為正式法律。法案命名為《多德-弗蘭克華爾街改革和消費者保護法》(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)³，簡稱《多德-弗蘭克法案》。

《多德-弗蘭克法案》最核心內容是建立系統性風險監管、保護消費者利益以及將衍生產品交易及銀行的自營盤交易納入監管範圍，具體措施包括：

(1) 監管機構的調整。新設立的機構有金融穩定監管委員會，金融研究辦公室（財政部屬下機構）、聯邦保險事務辦公室及個人消費者金融保護署；撤銷的機構有儲蓄機構管理局，將通貨監理署署長、聯邦存款保險公司及美聯儲的權力整合為一，將原有的儲蓄機構管理局監管職能按國民銀行、州非成員保險銀行和州成員銀行三類，分別移交給貨幣監理署、聯邦存款保險公司和美聯儲系統的控股公司，移交期限為法案生效之後的一年內；

(2) 成立美國消費者金融保護局 (United States Consumer Financial Protection Bureau, CFPB)，加強個體金融消費者的保護。CFPB 作為美國聯儲局一個獨立機構，於 2011 年 7 月 21 日營運，由《多德-弗蘭克法案》所授權，負責監督管理資產 100 億美元以上的美國金融機構，對消費者和投資者金融產品及服務強化監管的範圍涵蓋抵押貸款，信用卡和其他消費金融產品和服務，以保護消費者不受金融仲介的欺詐及損害；促進

² 該建議於 2010 年 1 月發表，被稱之為“沃爾克規則” (Volcker Rule)。“沃爾克規則”的核心內容是禁止銀行及其附屬機構以及銀行的控股公司從事高風險投資，包括從事自營交易 (proprietary trading)、投資或者是救助對沖基金、私募基金等。

³ 多德及弗蘭克分別是參議院銀行事務委員會主席克裡斯·多德 (Chris Dodd) 及眾議院金融服務委員會主席巴尼·弗蘭克 (Barney Frank) 兩位議員。當時他們分別領導國會參眾兩院草擬相關法律文本。

金融產品及交易透明、公平、合理；提高金融產品和服務提供者的行業標準及公平性競爭。

(3) 加強對私募基金、對沖基金和場外衍生品等領域的監管；

(4) 完善破產清算、聯邦緊急救助機制，解決金融機構“大到不能倒”的問題。

總體看，實施《多德-弗蘭克華爾街改革和消費者保護法》是美國自 1929 年“大蕭條”以來展開的規模最大的金融監管體制改革。但這次改革並沒有改變美國金融監管存在的疊床架屋、架構分散複雜的問題。美國的金融監管運作十分獨特，難以被歸類到上述監管模式上面，是一個“四不像”體制。

英國

英國金融服務局於 2002 年開始運作後，成為國家的單一監管機構。英國的金融體系形成英國財政部、英倫銀行、金融服務局三層架構共同監管金融體系運作的格局。此架構也被稱為三方監管體制 (Tripartite Financial Supervision System)。

英國多家銀行在 2008 年的全球金融危機中陷入困境，個別銀行最終倒閉，暴露了其金融監管體制的內在缺陷。2011 年 6 月，英國財政部發佈《金融監管新方法：改革藍圖》白皮書，對金融監管體制展開全面改革。

2013 年 4 月在時任財相歐思邦 (George Osborne) 主持下，英國將其超級監管機構——金融服務局 (FSA) 職能分拆成兩大部分，分別轉移至新成立的金融行為監管局 (Financial Conduct Authority, FCA) 及審慎監管局 (Prudential Regulation Authority, PRA)，與英倫銀行 (Bank of England) 形成三足鼎立的全新監管架構。

新監管架構下，FCA 為一獨立監管機構，與財政部緊密合作，主要負責市場行為和與之相關的審慎監管，包括金融市場運作的真實可信、公平合理及有效，以保護消費者，維護行業穩健，促進市場健康有效競爭。

PRA 行政上則歸屬英倫銀行，主要負責對大約 1,500 家銀行機構、建屋合作社 (building societies)⁴、信用合作社 (credit unions)、保險公司和主要投資公司的運營進行審慎監管，以促進成員機構穩健經營及公平有效競爭。

⁴ 英國的一種互助金融機構，主要業務包括儲蓄、住房信貸等。

原金融服務局的制定金融政策及票據清算功能則轉移給英倫銀行金融政策委員會 (Financial Policy Committee of the Bank of England)。

從基本格局看，英國改革後的監管模式取代了原有的三方監管體制，新成立的金融政策委員會將專門負責宏觀審慎監管，而金融服務局原有的微觀監管職能則將分別由新成立的審慎監管局和金融行為監管局承擔。

英國新的監管架構被稱為“准雙峰”模式，凸顯了宏觀審慎監管正在加強，各類監管協調機制的重要性提升。

香港特別行政區

香港實施機構或稱分業金融監管模式，主要監管者包括香港金融管理局（金管局）、證券及期貨事務監察委員會（證監會）、保險業監管局（保監局）及強制性公積金計劃管理局（積金局）四個法定機構，它們分別負責監管銀行業、證券和期貨業、保險業和退休計劃的業務。由於香港的商業銀行可同時經營證券業務，商業銀行經營證券業務的實體需要同時在證監會註冊，並接受證監會監管。金融管理局在這類需要接受雙重合規監管中承擔主要監管者的責任和角色。此外，有一類專門經營匯款或貨幣找換的公司由香港海關部門 (Customs and Excise Department, CED) 負責監管，經營者須向海關申請及領取牌照。

香港金管局是 1993 年當時的港英政府在將外匯基金辦事處及銀行業監理處合併的基礎上成立的，主要職責是維持金融體制及銀行體系穩定，具體職能包括：在聯繫匯率制度的架構內維持貨幣穩定；促進銀行體系穩健發展；確保金融基建安全，提高金融制度效率；保持金融政策延續性，鞏固市場信心及香港國際金融中心地位。金管局的其他功能包括妥善管理外匯基金，與世界各地中央銀行保持緊密合作。《銀行業條例》(Banking Ordinance) 是香港銀行業監管的法律基礎。

香港銀行監管一個特色是實行三級發牌監管制度，即將接受存款機構劃分為持牌銀行、有限牌照銀行及接受存款公司三個等級。根據《銀行業條例》，這三類機構統稱為“認可機構”(authorized institution)。這些認可機構可以是本地註冊，也可以是外國銀行在香港的分行機構。具體到經營上，持牌銀行可經營往來戶口業務，以及接納任何數額和期限的存款。有限牌照銀行主要經營商業銀行及資本市場業務，只可接受 50 萬港元或以上的存款，存款期不限。接受存款公司只可接受 10 萬港元或以上、

期限最少為三個月的存款。接受存款公司一般為持牌銀行所擁有，或與持牌銀行有聯繫，主要經營消費信貸業務。香港實行認可機構三級制的其中一個考慮是使那些基礎穩固但規模不及一般銀行的公司，有資格申請成為有限制牌照銀行或接受存款公司，以便能經營本地批發及投資性業務。

香港金管局主要按照國際標準和國際慣例，例如巴塞爾銀行監管委員會 (Basel Committee on Banking Supervision, BCBS) 的建議，監管認可機構。銀行監管程式採用風險為本模式，即著重評估認可機構所面對的現有及潛在風險及其相應的內部風險管理制度，採用“持續監管”的方式，透過現場審查、非現場審查、審慎監管會議、與外聘審計師合作，以及與其他監管機構共用資訊，以期及早發現問題，防患未然。金管局還採用“CAMEL”⁵評級制度評估銀行的財務狀況及整體穩健性。

香港證監會於 1989 年成立，是一個獨立的法定組織，負責執行規管香港證券期貨市場的法例，以及促進和推動證券期貨市場的發展，具體職責包括致力維持和促進證券期貨業的公平、效率、競爭力、透明度及秩序，並為投資者提供保障。目前香港發展中的虛擬資產 (virtual asset) 交易平臺也主要由證監會負責規管。《證券及期貨條例》(Securities and Futures Ordinance) 是香港證券業監管的法律基礎。

根據現行規管架構，證監會負責監管香港股市交易及結算業務。⁶香港特區政府不參與證券期貨業的日常監管工作，但會在有需要時協助推動及協調證監會和香港交易所推行的市場改革。近些年較大的改革包括 2006 年 6 月通過及生效的《2006 年證券及期貨（修訂）條例》，該條例分開證監會主席與該會執行管理層的角色，以及增設行政總裁職位。在新的架構下，主席領導證監會董事局制定證監會的整體方向、政策及策略，以及監察管理層落實董事局所訂立的目標；行政總裁則負責領導證監會的日常運作。

香港保監局是監管保險業的法定機構，負責執行規管保險公司和中介人的法例。該局前身是成立於 1990 年的保險業監理處（保監處）。原保監處隸屬於特區政府財經

⁵ CAMEL 是一套國際公認制度，用於評估銀行資本充足程度 (Capital adequacy)、資產質素 (Asset quality)、管理 (Management)、盈利 (Earnings) 和流動性 (Liquidity)。這套標準有助監管機構識別銀行在財政狀況、遵守相關法規和條例、風險管理，以及營運系統的穩健性。

⁶ 香港的股市及結算業務由香港交易及結算所有限公司負責管理，該公司旗下成員包括香港聯合交易所有限公司（聯交所）、香港期貨交易所有限公司（期交所）、香港中央結算有限公司、香港聯合交易所期權結算所有限公司及香港期貨結算有限公司。

事務及庫務局，並非一個獨立的法定監管機構。為了進一步完善保險業監管，同時配合國際上採用的“風險為本資本監管制度”。特區政府於 2015 年 12 月透過《2015 年保險公司（修訂）條例》成立保險業監管局。保監局於 2017 年 6 月接替保監處成為規管香港保險公司的獨立法定機構。保監局並於 2019 年 9 月取代香港保險業聯會轄下的保險代理登記委員會、香港保險顧問聯會和香港專業保險經紀協會三個自律規管機構，開始分別規管保險公司及保險中介人。

保險業監管機構的目標是確保保險業的規管架構與時俱進，遵循國際保險監督官協會關於保險監管機構應在財政和運作上獨立於政府及業界的規定；促進香港保險業穩健發展，更好保障保單持有人利益。

香港《保險業條例》(Insurance Ordinance) 是保險業監管的法律基礎。根據《保險業條例》，保監局的法定職能包括：

1. 負責就獲授權保險人及持牌保險中介人遵守《保險業條例》條文作出監管；
2. 促進和鼓勵持牌保險中介人，採用適當操守標準及穩妥的業務模式；
3. 對獲授權保險人及持牌保險中介人的規管制度進行檢討，並在有需要時提出制度改革建議；
4. 透過發牌制度，規管保險中介人的操守；
5. 提高保單持有人及潛在的保單持有人對保險產品及保險業的瞭解；
6. 制訂規管保險業的有效策略、促進保險業市場的可持續發展，並提升保險業界在環球保險業市場的競爭力；
7. 對影響保險業的事宜進行研究；
8. 就保險業採取適當措施，以協助財政司司長維持香港金融穩定；
9. 在《保險業條例》範圍內與香港或香港以外任何地方的金融服務監管機構合作並提供適當協助；
10. 在斷定保險集團的集團監管者的過程中，與在香港以外任何地方的法定監管者聯絡和合作。

積金局於 1998 年 9 月成立，是獨立的法定組織，專門負責規管和監督強制性公積金（強積金）計劃、強積金受託人和中介人，以及職業退休計劃的運作。

香港在 1995 年 8 月出臺《強制性公積金計劃條例》(Mandatory Provident Fund Schemes Ordinance)，旨在為建立香港強制性私營公積金制度提供法律依據。強積金供

款屬於強制性的，有關條例規定私營企業的雇員至少每月要提取工資收入的 5% 作為退休金，交給專業機構管理，而雇主也需要為其雇員繳納相同款項作為雇員的退休保障，一起交由專業保險公司管理。雇員可以自願選擇退休金管理機構。政府並不干預強積金在投資與管理方面的運作，只透過制定一些措施保障強積金資產獲得妥善保管。

強積金計劃在 2000 年 12 月開始實施，截至 2022 年 6 月，約有 99.9% 的雇主、97.3% 的有關雇員及 75.3% 的自雇人士參與了計劃。特區政府對強積金運作提供四重保障：(1) 對強積金受託人資格制定嚴格標準。截至 2022 年底，共有 13 家機構取得強積金受託人資格⁷；(2) 給予審慎持續監管，確保有關人士遵守有關規例；(3) 強積金計劃運作要有較高透明度，並接受社會監督；(4) 設立一個補償基金（每年從基金中扣除相當於供款額的 0.03% 放入補償基金中），補償因受託人或其委任的服務機構違法或處理失當招致的損失。

積金局於 2009 年提交的《2009 年強積金條例草案》獲立法會通過，該修訂條例的核心內容是允許雇員可以每年一次把供款帳戶的累算權益一次過轉移至其自選的另一強積金計劃。新條例被稱為“強積金僱員自選安排” (MPF Employee Choice Arrangement)，俗稱“強積金自由行”。雇員可以更自由的選擇強積金管理者，有利於鼓勵雇員積極參與管理其強積金的投資表現。

⁷ 2022 年底香港強積金受託人名單: 友邦（信託）有限公司、銀聯信託有限公司、交通銀行信託有限公司、東亞銀行（信託）有限公司、中銀國際英國保誠信託有限公司、中國人壽信託有限公司、HSBC Provident Fund Trustee (Hong Kong) Limited、宏利公積金信託有限公司、信安信託（亞洲）有限公司、加皇信託香港有限公司、永明退休金信託有限公司、永明信託有限公司、萬通信託有限公司。

4. 金融監管發展趨勢

2007-09 年爆發的全球性金融危機動搖了世界金融秩序，催化了主要國際金融中心檢討和推動金融監管改革，打開了金融監管模式創新的一片空間。以美國和歐盟為首的西方經濟體紛紛出臺更高更嚴的金融法規，以期更有效地規範金融機構行為，防範類似危機再次發生。

這次全球性金融危機，暴露了金融監管上的許多問題，加強對金融體系的有效監管成為全球共識。世界主要經濟體透過二十國集團 (G20) 及巴塞爾銀行監管委員會等國際平臺，以及本國的高層機構積極探討及推進金融監管模式改革，並取得一些階段性進展。

4.1. G20 對加強金融監管達成的共識

G20 峰會是在金融危機爆發後由時任美國總統布什 (George Walker Bush) 提議建立的以探討如何應對全球金融危機，建立國際經濟金融新秩序為主要目的的國際平臺。G20 前五輪峰會⁸的一個重要議題是全球如何加強金融監管。

二十國集團領袖在前五輪峰會經過磋商討論，在加強金融監管方面達成多項協議，包括：(1) 改善銀行體系的資本品質，防止過度槓桿化，建立逆週期的資本緩衝機制，加強監管對沖基金、金融衍生產品交易、信貸評級機構等所有可能引發系統性風險的金融市場、金融產品和市場參與者，同時，監管金融集團高管薪酬；(2) 設立全球統一的國際會計準則，提高金融機構透明度；(3) 徵收全球銀行稅等。

二十國集團在金融監管改革方案形成共識，意味著全球金融業的遊戲規則將發生制度性變革，更嚴厲的監管已成大勢所趨，西方國家在上世紀七十、八十年代開始的放鬆管制和金融自由化時代將告終結。有關改革措施的銀行業監管部分主要由巴塞爾銀行監管委員會透過制定新監管協議落實；而建立全球統一的國際會計準則的工作則由總部在倫敦的《國際會計準則理事會》(International Accounting Standards Board, IASB) 負責推動。目前全球已經有超過 160 個國家和地區採用 IASB 制定的國際財務報告準則，大多數國家全面採納，也有部分國家部分採用。其中，香港特別行政區全面採用、美國和日本沒有全面採用、中國則採用“趨同的中國準則”。總體上，國際財

⁸ G20 第一次峰會於 2008 年 11 月 15 日在華盛頓召開，第二次於 2009 年 4 月 2 日在倫敦召開，第三次於 2009 年 9 月 24 日在美國匹茲堡舉行，四次 2010 於 6 月 26 日在加拿大多倫多召開，第五次於 2010 年 11 月 11 日在韓國舉辦。

務報告準則已成為全球統一的商業語言，建立國際統一高品質會計準則的目標已基本實現。

4.2. 巴塞爾銀行監管委員會出臺新監管協議

2008 年金融危機爆發後，巴塞爾銀行監管委員會根據銀行業經營暴露出的問題制定了新的巴塞爾監管協議——《巴塞爾協定 III》(The Basel III Accord)⁹，該協定於 2010 年 9 月 12 日獲 27 國央行通過。《巴塞爾協定 III》的主要內容包括：(1) 提高核心一級資本比率：2013 年初至 2015 年初，銀行最低普通股資本比率從現時的 2%，分別提高至 3.5%、4% 和 4.5%，同期包括普通股和其他合格金融工具的一級資本比率從 4% 分別提高至 4.5%、5.5% 和 6%，總資本比率仍為風險資產的 8%；(2) 設立緩衝資本：2016 年初至 2019 年初，銀行逐步設立 2.5% 的防護性緩衝資本，一旦經營環境轉差導致虧損，銀行可利用這些緩衝資本抵消虧損而無須馬上到市場集資，因而使銀行的最低普通股資本比率進一步提高至 7%，一級資本比率提高至 8.5%，總資本比率提高至 10.5%。緩衝資本在危機中可減少，如果銀行緩衝資本接近零，監管機構有權要求銀行減少派息及停止發放花紅；(3) 各國將根據情況實施占普通股 0-2.5% 的逆週期緩衝資本，作為防護性緩衝資本的延伸，以防止銀行信貸總額在經濟高漲期過快增長，及在經濟衰退期沖減虧損；不適合作為一級或二級資本的金融工具將分十年中止；(4) 銀行從 2015 年起向市場公佈其槓桿比率。對交易、衍生工具和證券化活動的較高資本要求將在 2011 年底推出。此外，巴塞爾銀行監管委員會仍在研究流動資金規定、資產的風險加權方法和為“有系統性風險”的全球大型銀行設定額外資本規定和解體機制。

《巴塞爾協議 III》是近幾十年來針對銀行監管領域的最大規模和最嚴厲的改革，各國央行和監管部門希望通過更嚴格的資本定義提高資本充足率，減低銀行的槓桿比率，減少高風險業務，增強銀行資本的流動性，確保銀行有足夠的普通股資金吸收經濟逆境時所產生的非預期損失，保持銀行體系的穩健性，避免需要動用大量國家資源拯救銀行體系的金融危機重演。

⁹ 《巴塞爾協議 III》是巴塞爾銀行監管委員會為應對 2007-2009 年金融危機而制定的一套措施。《巴塞爾協議 III》框架為銀行資本充足率、壓力測試和流動性要求設定了國際標準，目的在於強化銀行的監管和風險管理。

4.3. 主要國家或地區的行動

2008 年金融海嘯後，各國，尤其是中國、美國及歐盟高度重視宏觀審慎監管及監管機構之間功能的協調，積極檢討及反思現行監管制度和機制是否有利於推動金融可持續性發展問題。

(1) 美國財政部在 2008 年 3 月發表的監管改革藍圖中提出，美國應以一個以“目標為本”的監管模式為長遠目標，把管理金融體系系統性風險的目標與金融機構個體的營運風險分離，形成三個監管機構分別肩負三大目標。美國構想中的新監管模式較接近“雙峰監管”。歐羅區 (Eurozone) 的主要經濟體則在積極研究向單一監管模式轉型的可行性，而法國金融當局表示有興趣採用“雙峰監管模式”。在金融監管改革上，西方國家似乎較重視構建一個能回應不同監管目標（如審慎目標和客戶保護目標）的架構，即“雙峰”監管模式。

上文談到，美國於 2008 年金融危機後進行了一系列金融監管體制改革，這些改革的力度和幅度雖然大，但仍不到位。如《多德-弗蘭克法案》並沒完全接納“沃爾克規則”所建議的全面禁止銀行從事自營盤交易，而是仍然允許銀行可以將不超過一級資本金 3% 的資金投資於私募基金、對沖基金以及從事對沖性質的高風險投資，反映美國監管者對華爾街大型投資銀行仍放一馬，因為這類投資是華爾街大行的重要盈利管道。

沃爾克本人對《多德-弗蘭克法案》未能完全切斷銀行經營高風險業務感到失望，並認為美國金融改革法案尚未涉及三個重要領域，包括：對美國的抵押貸款市場、貨幣市場基金以及評級機構的監管。他認為，目前美國的抵押貸款市場最大、其運作依賴政府力量並不正常，是亟待解決的問題。而貨幣市場基金在引發金融危機的過程中扮演了很重要的角色，但卻未受到資本金要求的約束。政府應更加嚴肅處理評級機構。

2023 年 3 月美國矽谷銀行金融集團 (Silicon Valley Bank Financial Group, SVB)、簽名銀行 (Signature Bank) 及第一共和銀行 (First Republic Bank) 三家銀行接連“倒閉”事

件¹⁰，再度引起市場對美國金融監管問題的關注，有研究認為，美國對中小銀行的管制鬆散是釀成這波銀行倒閉事件在監管上的原因。

沃爾克和經濟學家 Jacob Frenkel 曾於 2008 年 10 月領導一個金融監管改革專家小組，在研究了十七個國家地區的金融監管體制，並詳細分析了每一種金融監管體制的利弊後得出的結論認為，愈來愈多國家開始討論走向“雙峰監管模式”，按機構劃分的監管模式是四種監管模式中最難以維持下去的體制。可見，美國清楚其目前分散複雜的監管體制並不適應現行金融市場結構及穩健發展，雖然這並非意味著美國很快會再對其金融監管制度進行大刀闊斧的改革，但有新的時機出現時便有可能。

(2) 中國於 2023 年 3 月對金融監管體系作出的改革，並非一個簡單的機構整合，而是涉及機構與功能職責的轉型重塑，以更有效統籌金融消費者權益保護，緩解一些此前分業監管時出現的政策衝突，並減少相關監管盲區，降低監管空白與溝通成本，防範區域性、系統性金融風險。

新架構開啟了中國金融監管進入“一行一局一會”的新時代。套進目前國際上流行的監管模式，中國改革後的新監管架構較接近目前較受各國重視的“雙峰監管”。新模式將更加適應目前中國金融機構逐漸從分業走向混業經營的新業態。

(3) 英國於 2008-2009 年金融危機期間對金融監管體制展開的大幅改革，放棄了原有的單一監管體制或稱三層監管架構。新的“准雙峰”監管模式，重點放在強化宏觀審慎監管和各監管功能間的協調機制。新模式有效抵禦了從 2022 年開始的全球性加息給銀行經營帶來的巨大壓力，證明其適應目前的金融環境，預計未來一段時間英國的金融監管不會有重大的結構性調整。

(4) 就香港的情況看，香港是目前全球主要國際金融中心中仍然實施機構/分業監管模式的地區。在因應 1997 年亞洲金融風暴衝擊對金融監管作出調整優化後，香港的金融體系成功抵禦了 2007-2009 全球性金融危機以及其後發生的各類金融事件的衝擊，銀行業在始於 2022 年的加息週期中表現穩健，反映了香港目前的金融體系穩健、監管模式行之有效。

¹⁰ 2023 年 5 月 1 日，FDIC 宣佈第一共和銀行已被加利福尼亞金融保護和創新部勒令關閉，由 FDIC 接管後被摩根大通以 106 億美元收購。

但也要看到，在嚴格規管下，目前香港的金融機構，特別是商業銀行營運的合規成本頗高，拓展個人理財和財富管理業務受到的約束較大，一定程度抑制了本地銀行業拓展多元化業務的能力和國際競爭力。因此，香港有需要因應近年資產管理業務、基金業務發展放慢的趨勢，檢討一下監管有否過度、有否鬆綁空間。

總體上看，以美歐主導的二十國集團金融穩定委員會所提出的國際金融監管改革方向以及美國的金融改革法案有助於提高銀行和其他金融機構的營運透明度，減少高槓桿及高風險投資，降低大型金融機構的道德風險，有利於全球銀行體系的可持續發展，與巴塞爾銀行監管委員會所實施的有關提高銀行資本金和流動性要求、降低槓桿倍數的規定具有相輔相成之效，在國際社會，尤其是在二十國集團內得到普遍認同。但二十國集團希望以歐美改革模式統一全球金融監管的想想法似乎不現實，主要是各國的金融市場結構不同，面對的問題也有所不同。未來較有可能的發展方向是各國根據所形成的一些共識自行檢討本國金融監管改革的內容與方式。

5. 金融監管面對的新課題

目前仍在運作的全球金融秩序是在 1944 年達成的布雷頓森林體系 (Bretton Woods System) 基礎上形成的。過去幾十年，在經濟全球化及科技手段創新影響下，金融管治趨向放鬆，中介費用降低，刺激了跨境資金流動及金融交易，提升了資本配置效率，推動了全球主要金融市場一體化運作及金融產品與服務多元化發展。

如今大型國際金融企業分支機構遍佈全球，你中有我、我中有你，行業差別趨向模糊，風險組合複雜多樣，主要監管機構的每一項行動都可能對金融業發展產生較大影響。錯綜複雜的經營環境增添了各國維護金融市場安全穩定的難度和成本，給國際金融監管帶來不少新課題、新挑戰：

5.1. 地緣政治

近幾年，地緣政治衝突越演越烈，國家安全概念被泛化和工具化，已不同程度影響到正常的國際經貿金融往來，並干擾了各國金融監管部門在國際規則制定及履行方面保持持續性的緊密合作。

5.2. 虛擬金融監管

在網絡科技、金融科技的支持帶動下，虛擬銀行 (virtual bank)¹¹、虛擬資產交易 (virtual asset trading) 正在迅速發展。但這類新興的金融業態只是處在起步階段，發展潛力和創新空間仍然巨大。這類金融業務在跨境開戶、轉賬、交易、跨境資金匯兌等比傳統的實體金融更加便捷，有更高的隱蔽性，因此其業務的全球化運作將更加活躍。

如何監管虛擬金融機構和虛擬金融活動是一個重要課題。這類金融運作和市場活動有別於傳統的實體金融，特別是虛擬資產交易是一種難以找到真實資產價值評估基準，有較強賭性及隨即性的金融活動，它更需要一個規範化的國際性監管。但目前包括英國、香港特別行政區等主要金融中心均把經營這類業務的牌照管理、資本金要求、財務披露等規定納入傳統金融機構的監管框架內，對這類新興金融業態的行為和風險監管仍然欠缺一套針對性及全球性行動。

¹¹ 虛擬銀行是指主要透過互聯網或其他形式的電子傳送管道而非實體分行提供服務的銀行。虛擬銀行營運建基於金融科技，一般以包括中小型企業在內的零售客戶為服務對象。

從香港的情況看，香港特區政府已就構建香港發展成為國際虛擬金融中心提出願景計劃。香港金管局先後於 2019 年及 2020 年合共批出 8 家虛擬銀行牌照¹²，2022 年 10 月特區政府財經事務及庫務局正式發佈了《有關香港虛擬資產發展的政策宣言》，就發展國際虛擬資產中心闡述方針政策。在監管方面，目前香港的虛擬銀行由金管局負責，虛擬資產業務監管則由證監會負責。但從經營看，虛擬銀行與虛擬資產業務實際上難以切割，而是你中有我、我中有你，所牽涉的風險並沒邊際。因此，在虛擬金融市場發展和監管上，香港金管局與證監會無疑需要緊密合作，分清主次關係，建立協調機制，完善監管，特別是防控投機性風險。

5.3. 綠色和可持續金融監管

綠色可持續金融是 ESG¹³在金融領域的具體命題，其涵蓋的範圍可以很寬闊，可連接到聯合國的可持續發展目標¹⁴，但最核心的要點是金融機構需要將所設定的環境、社會及管治標準融合到投資與經營決策中去。

一般估計，全球化石燃料 (fossil fuel) 的轉型可帶來高達 50 萬億美元投資機會。新興市場從低碳經濟過渡到綠色金融可帶來高達 10 萬億美元的投資機會。據英國財政部數字，2020 年該國投資協會 (Investment Association) 會員管理的 9.4 萬億美元資產中，已有 49% 的金額整合到 ESG 投資程序中。香港特區政府在 2021 年 10 月發佈的《香港氣候行動藍圖 2050》提出，政府將於未來 15 至 20 年投放約 2,400 億港元，推行各項減緩和適應氣候變化的措施，包括可再生能源、節能運輸、廢物管理等。

氣候和環境因素已逐漸成為國際企業與投資者計算風險與回報的重要考量。有調查顯示，全球 70% 的民眾希望他們的資金能投放到有利於人類和地球可持續發展的領域，但目前綠色金融能提供的相關服務遠遠不能滿足企業與市場對可持續性產品與服務的需求。

¹² 已在香港註冊運作的虛擬銀行分別是眾安銀行 (ZA Bank)、天星銀行 (Airstar Bank)、匯立銀行 (WeLab Bank)、理慧銀行 (Livi Bank)、Mox Bank Limited、螞蟻銀行 (香港) (Ant Bank)、平安壹賬通銀行 (香港) (PingAn OneConnect Bank)、富融銀行 (Fusion Bank)。

¹³ ESG 是 Environment (環境保護)、Social (社會責任)、Governance (公司治理) 的縮寫。ESG 概念於 2004 年由聯合國首先提出，已成為評估企業經營的重要指標。

¹⁴ 2015 年 12 月，聯合國 196 個成員國在巴黎召開的聯合國氣候峰會 (COP21) 上簽署《巴黎協定》(The Paris Agreement)。協定確認 17 個可持續發展目標。這 17 個目標包含 169 個細項，旨在從 2015 年到 2030 年間以綜合方式徹底解決社會、經濟和環境三個維度的發展問題。

在如此龐大的綠色金融需求與轉型進程中，綠色金融監管相對滯後。目前國際上並沒有一套較規範的綠色金融監管模式，各國在監管上仍處於各自為政狀態。例如，目前走在前列的英國已開始以法律形式要求企業對 ESG 作出具有約束力承諾；香港主要以指引形式列出金融機構需要披露的具體指標與資料；澳洲只提出 ESG 指引及最佳實踐原則，供企業自覺遵守；亞太區大部分經濟體視監管為推動企業加快踐行 ESG 的重要手段及改善 ESG 標準的動力之一，但未有具體措施。

5.4. 香港金融監管需要回應的問題

複雜多變的國際經營環境給各國金融監管帶來一定壓力，監管當局面對的選擇，是試圖透過調整監管模式和法律法規主動去適應經營環境變化；還是試圖透過法律法規去影響或者塑造經營環境，令行業經營在既定的監管框架內發展。

從香港的具體情況看，香港金融監管也有若干重要問題需要作出回應，包括：

(1) 監管模式的選擇。在包括中國內地、英國等在內的擁有全球主要金融中心的國家的監管模式都向“雙峰監管”靠近，即把金融市場的安全、健全和行為操守分開監管的趨勢下，香港仍堅守機構/分業監管模式，是否需要從前瞻性角度檢視現行監管模式對金融業未來發展是否有利、有否調整和優化空間、有否適當時機？

(2) 與內地監管合作。由於內地有大量金融機構在香港開設分支機構、掛牌上市，以香港為主要離岸融資與營運基地，香港與內地金融監管部門緊密合作是兩地金融往來不可欠缺的環節。多年來內地與香港都實施機構/分業監管模式，雙方有對應機構就金融機構與業務跨境運作監管事宜保持溝通和協調。但內地的監管架構已在近期作出重大調整，香港與內地的監管機構的職能已不再對應，這對跨境監管合作影響如何、會否成為兩地合作的阻點？

(3) 經濟金融發展難免要受到地緣政治因素的影響，美國試圖遏制中國發展，已難以避免會衝擊到香港作為中西方經貿橋樑與金融營運基地的傳統功能，香港國際金融中心運作需要有足夠彈性應對由此引發的變數和壓力，金融監管如何在不確定性國際環境下更好發揮穩定市場異常波動的作用？

參考文獻

- 中華人民共和國國務院，《國務院關於金融體制改革的決定》，1993年
- 中國共產黨中央委員會，《黨和國家機構改革方案》，2023年3月
- 中華人民共和國國務院，《國務院機構改革方案》，2023年3月
- Group of Thirty, The structure of Financial Supervision, October 6, 2008
- The United States Congress, Glass Steagall Act 1933
- The United States Congress, Gramm-Leach-Bliley Act 1998
- The United States Congress, Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act 2010
- U.S. Department of the Treasury, Blueprint for a modernized Financial Regulatory Structure, March 2008
- U.S. Department of the Treasury, Treasury Outlines Framework for Regulatory Reform, March 2009
- Paul Volcker, Volcker Rule, January 2010
- Practical Law Financial Services, 2013 UK financial services regulatory structure reforms: development of reforms, October 2013
- Practical Law Financial Services, The UK Financial Services Act 2012
- 香港特區政府，《香港氣候行動藍圖 2050》，2021年10月
- 香港特區政府財庫局，《有關香港虛擬資產發展的政策宣言》，2022年10月