

中國在國際金融中的作用

任志剛

研究專論第三號

二零一零年九月

全球經濟及金融研究所
香港中文大學
香港新界沙田澤祥街十二號鄭裕彤樓十三樓

鳴謝



全球經濟及金融研究所衷心感謝以下捐助人、機構及團體的慷慨捐贈
及對我們的支持：

鄭海泉

周松崗

劉遵義

黃桂林

國家開發銀行

恒基兆業地產有限公司

香港上海滙豐銀行有限公司

新鴻基地產發展有限公司

中國在國際金融中的作用

(中文譯本)

任志剛

2010年9月15日

豐業資本 (Scotia Capital) 金融市場周年晚宴

多倫多，加拿大

引言

1. 兩年前的今天，2008年9月15日，星期一，是日本的敬老日和香港的中秋節，兩地都是公眾假期，那天亞洲相對比較平靜。香港的天氣晴朗，市民都期待著夜晚提著各式各樣的傳統燈籠觀賞明月。像其它金融界辛勤工作的專業人士一樣，我如常帶著黑莓手機和另一部移動電話。記得幾乎在同一時間，兩部手機同時響起，電子郵件和短信接二連三地涌入。這些電話和短信所帶來的消息很壞，有可能對第二天的金融市場造成嚴重的打擊——雷曼兄弟 (Lehman) 的倒閉，美林集團 (Merrill Lynch) 與美國銀行 (Bank of America) 的合併，以及對美國國際集團 (AIG) 的拯救，這些壞消息幾乎在同一時間發生。

範式的轉變

2. 大家都比我更接近地震源頭，相信亦比我更清楚知道事情的後續發展。在香港，這些壞消息，特別是處理三家金融機構的不同手法，實在令人驚訝，尤其是幾個月前當發生貝爾斯登 (Bear Stearns) 事件的時候，我已察覺到金融市場系統性失靈的危險信號。實際上，正如香港從 1997-1998 年的亞洲金融危機中所吸取的教訓，當金融市場預示有失靈危機時，當局必須採取果斷行動，即使

可能有道德風險，在有需要時承擔金融體系的償付能力，并在金融危機前先發制人，採取果斷行動。

3. 也許美國的政治環境和法律框架不容許權力當局採取這種果斷的幹預行爲。在發達的司法體系中，資本主義和自由市場常常被理所當然地視爲促進經濟持續增長和發展的先決條件，所以政府作出幹預時，會遇到強大的體制阻力。我清楚記得，1998 年我們竭力幹預市場，糾正香港市場失效的危機，竭力避免市場被操控時，曾遭各方指責，包括那些負責穩定金融體制的人士。但在最近情況下，盎格魯•薩克遜的經濟發展模型（Anglo-Saxon model）的權威性已受到嚴重的挑戰。很多人認爲 2008-2009 年發生的事件已證明瞭市場體制注定會產生危機，因爲它容易受操控，這亦反映了資本主義本質上的害處。
4. 當金融體制出現嚴重失靈的時候，政府別無選擇，只能通過從金融機構購買資產，并且擔保其償還能力，提供流動資金和資本，給予廣泛的支持和幫助。我們看到政府也參與了金融機構的運作，對已注入公帑（public money）的銀行設定貸款的政策方向，以及訂定銀行的薪酬管理制度。今年 7 月，歐盟通過新規定限制了銀行家的獎金，而早前美國也發布了類似的指引。
5. 當然，一些支持措施只是暫時性的，旨在減輕金融危機對經濟的不利影響以及促進金融修復。但我不禁注意到這些措施與中國金融體制中的某些長期做法十分類似。中國的社會主義市場經濟發展模型已取得了巨大的成就，尤其是在確保金融體制的運作，能有效支援和促進持續增長和發展，以及防止金融危機等。我並不是說已確實出現了重大的範式轉變，即發展經濟學從資本主義自由市場經濟模型已轉型到社會主義市場經濟模型，或某些人所指的國家資本主義。但是我認爲中國的經驗，對探討政府參與金融體系運作的形式以及合理的程度，如何有利于維持金融市場穩定，有很多可以借鑒之處，正如發達市場奉行市場自由的經驗同樣對提升金融效率很有參考價值。

利益衝突

6. 不論採取什麼行動修復和改革金融體制，各有關單位應當認識到現實中存在的衝突，尤其在短期內，在謀求最大化利潤的金融中介機構的私人利益，與金融當局為確保金融穩定性及促進金融效率所追求的公眾利益之間存在的矛盾。簡單來說，也許你們當中的一些人并不希望聽到這個，金融中介機構的利潤和紅利越多，實際上意味著中介成本（intermediation spread）越高，以及金融中介活動效率越低。當中間人攝取了相當大的一塊利潤時，投資者的回報率肯定會較低，而借款者的資金成本就會較高。
7. 但有趣的是，我們在危機前夕看到了一個反常現象：當金融中介機構獲取創記錄的利潤和天文數字紅利的同時，中介成本好像亦正在縮小，投資者獲得了高額的回報，而借款者，包括那些信用差的借款者，都可獲得便宜的資金。中介機構則把這種現象歸功于他們巧妙整合的金融創新，以此證明他們優厚的薪酬是正當的。但是我們現在知道，在 t 期，即危機前所觀察到的這種反常現象的代價，是金融體系結構穩定性（structural robustness）受到嚴重的侵蝕，而且在 $t+1$ 期，即金融危機爆發時，引致中介成本顯著擴大。換句話說，高報酬的金融創新並沒有帶來任何持久的金融效率的提高。相反，它導致中介成本跨期轉移。當危機爆發後，投資者遭受嚴重打擊，損失大部分危機前賺得的金錢，而且還可能賠得更多；如果他們還能募集到資金的話，募資者的資金成本急劇升高。
8. 顯然，在發達市場的前危機時代，金融中介機構的私人利益被容許凌駕于公眾利益之上。金融創新受到金融當局的歡迎，其宣稱的好處也很少被挑戰。于是，金融創新便可以為所欲為，表現出一些很難與其基本功能（即金融中介）拉上關係的特徵。金融創新還獲得一定程度的能量，帶來相當大的破壞力。隨著全球化和信息科技的進步，這些破壞力向各方蔓延，不論是在地理上、還是在貨幣、金融機構、金融市場以及金融工具方面。而且，這些破壞力以相當快的速度蔓延，遠快于各國監管機構合作駕馭國際金融能量的速度。

9. 有趣的是，在中國，私人和公眾利益之間的衝突一直不是一個大問題。在中國的金融機構中，國家的擁有權相對較高，在金融體系的日常運作中，長期的公眾利益幸而更為受到重視。當局還相當主動地識別系統風險並且向金融機構發布指令，早在危機爆發前就預先防範這些風險。這些，以及引進新的金融實踐所需特殊批准的需要（儘管會產生道德風險），都說明這是監督管理金融創新行爲的一個有效機制。順便一提，這種宏觀審慎的金融管理方式已成為金融危機爆發後全球金融當局日益關注的議題事項。例如，這是金融穩定委員會（Financial Stability Board）議事日程中的重要一項。中國已經實行這種做法很久，而且做得很有效，因而會有一些可供分享的有用經驗。我們注意到今年當局已採取一些適時及強硬的措施，通過限制銀行貸款等方式來管制房地產的投機行爲。我們還注意到所有大銀行的舉動，可能是得到了銀行監管機構和最大股東的批准和鼓勵，今年當經濟復蘇時，這些大銀行提高了新增資本（additional capital），這是宏觀審慎管制如何限制順經濟周期性（procyclicality）的一個有趣例證。

更有力的發言權

10. 鑒于全球化下金融危機的日益蔓延，中國和其它國家分享經驗符合其自身利益。保持金融穩定已不再是一個國家的國內問題，而需要全球的努力。我們都明白中國在全球經濟、世界貿易、甚至是全球金融中日益增長的重要性，到目前為止它擁有世界上最大的外匯儲備。因此中國應當在國際金融機構和論壇中享有其應有的席位，參與改革全球的金融架構。中國理應加入制定標準的機構團體，審視國際金融議題。我欣然看到近年來越來越多引進中國參與國際事務的努力，但是在很多領域裏，例如在國際貨幣基金組織（International Monetary Fund）和其它主要的國際金融機構中的投票權，不管怎麼衡量，中國的代表權仍然過低。限制中國在促進形成安全有效的國際金融體系中發揮重要作用是有害無利的。

全球經濟失衡

11. 讓我談談中國在解決全球經濟失衡中所擔當的角色。當危機爆發的時候，有些人歸咎于全球經濟失衡，尤其是中國巨大的貿易順差及持續低估人民幣而取得不公平的貿易優勢。他們認為這是導致危機的重要原因，比例如以證券化轉移信用風險的錯誤模式助長了信用標準的嚴重腐蝕以及“有毒”金融資產（toxic financial assets）的迅速擴散更為重要。我相信在這種頗為奇怪的看法背後有政治考慮的因素。從 2008 年 7 月到 2010 年 6 月，中國采取了人民幣兌美元相對固定的特殊匯率政策，事實上，這是為了促進中國，尤其是在亞洲地區的金融穩定。不然，我確信比同期的發達市場的貨幣匯率更波動，對亞洲地區的金融穩定造成嚴重的破壞。
12. 數據說明，中國的貿易平衡對匯率變動并不十分敏感，而且可能還與匯率變動呈反向關係。換句話說，匯率升值可能增加而非降低貿易順差。我相信熟悉這個問題背後經濟理論的人可以理解這種反直觀（counter-intuitive）的可能性，當然這種數學關係僅限于一個特定的經濟體，并且依賴這個經濟體中進口與出口的價格彈性。事實上，在人民幣對美元的匯率保持穩定的這兩年中，中國貿易收支急劇下降，雖然其它因素并不相同，在中國主要出口市場經濟衰退時，貿易的收入效應可能也起到一定作用。
13. 但是有必要說明一下近期中國持續的貿易順差現象，資本項目的管制迫使外匯儲備的快速積累；相應地，基礎貨幣（base money）大幅增加，以至央行不得不對其進行沖銷控制，以事先抑制過度的創造信貸（credit creation）以及防止通貨膨脹。當中國已成功處理金融危機負面影響時尤該如此，因為已不再需要對銀行系統提供太多的流動性，而且當經濟體不再有壓力的時候銀行也不需要主動貸款。為了保證長期持續的經濟增長，有必要從高度出口導向型的經濟結構轉向同時依靠內需的結構。我相信這是中國解決其外部經濟失衡的重要考慮，而不是被高度政治化的美國對中國貿易逆差，當然如果中國能成功擴大內需，將有助于改善備受關注的全球經濟失衡。

14. 我知道中國領導人極希望解決這件事情，但是我本人並沒有參與策略的討論。作為一名旁觀者，考慮到中國同時需要追求其它理想的宏觀經濟和貨幣政策目標，我認為解決辦法是為擁有相當高儲蓄的居民提供一個穩定及較高的調整風險後的回報率。隨著社會保障的大幅增強，通過儲蓄大部分家庭收入來作為個人保險的願望（如目前的狀況一樣）就會降低，同時增加消費傾向，因而，其它條件不變，進口就會增加。所以，仍然需要繼續發展國內金融市場，提供各種金融工具以滿足國內儲蓄的風險欲望（risk appetite）。同時，由于經常賬項當大的盈餘，進一步開放資本賬項的條件已日趨成熟，國內儲蓄就可以流向海外，例如流入香港，或者通過香港再流入其它地區，流向那些擁有一系列金融和其它資產、能提供穩定而在風險調整後仍有高額回報的地區。
15. 至于人民幣匯率，由于貿易平衡對匯率的變動并不敏感，不應簡單地將調整匯率作為解決外部經濟失衡的政策工具。但隨著中國進一步全球化，其相對低的價格水平將與其貿易夥伴的價格水平趨同，長遠而言其實際有效匯率將無可避免會升值。所以中國需要作一選擇：接受顯著高于其貿易夥伴的通貨膨脹率，還是接受人民幣對一籃子貨幣（而非僅美元）的名義匯率升值。考慮到這兩種方式的相對風險，我認為答案是顯而易見的，匯率問題應如此看待。隨著今年6月中國為匯率重新引進彈性，我相信在未來一段很長的時間內，人民幣將重新對一籃子貨幣升值，正如2005年7月至2008年7月期間一樣。但是短期內肯定會圍繞著這種長期升值趨勢有一些波動，當然對美元的匯率也會有所波動，因為當時的國內和國際金融與經濟形勢會對之產生一定的影響。

國際貨幣體系

16. 讓我談談中國在國際貨幣體系中的作用。坦白地說，我并不滿意目前的國際貨幣體系。它依賴兩大支柱貨幣——美元和歐元。由于它們是世界上兩個最大經濟區的當地貨幣，很自然地扮演了國際貨幣的角色——支付媒介，用于儲備財富，以及作為核算單位（units of accounting）。為了使國際貨幣體系正常運作，必要讓使用支柱貨幣（不論其數量）的人對其有信心。雖然這兩大管轄區

(jurisdiction) 的經濟和政治份量頗為重要，但是對其貨幣的信任最終取決於其良好的經濟基礎。亞洲金融危機就是一個很好的例子，即當實行不夠謹慎的宏觀經濟政策時，對一種貨幣的信任可以瞬間瓦解的。事實上，即使是有良好宏觀經濟管理的管轄區，它們的貨幣也會遭受壓力。自由開放的金融市場有時以不可預測的方式對個別管轄區施行宏觀經濟紀律。

17. 我不想誇大美國和歐洲地區當前的問題，也不想貶低當局為解決這些問題而採取的巨大努力。但是當我們審視有關宏觀經濟數據的時候，不僅是當前的數據，還包括近期的歷史數據時，我們注意到大量的令人擔憂的赤字、公債，失業和結構問題。這些宏觀經濟數據可以輕易地讓一個較小的管轄區陷入金融混亂中，並且使其貨幣陷入慌亂。當然，目前還沒有其它的國際貨幣為可行的選擇，可用以管理其它管轄區不斷增長的外匯儲備量，或用作全球化環境中日益增長的國際交易量的支付與結算。不過我相信很多人也希望能有一個更理想的經濟基礎來支撐這兩種貨幣，或者，還有其它可供選擇的貨幣。簡言之，國際貨幣體系所依賴的這兩大支柱貨幣，它們雖然扮演重要的角色，但可能欠缺應有的穩健性。
18. 除此之外令我擔憂的是，在那個體制中存在大量的流動性，在目前和可預見的將來，定量寬鬆 (quantitative easing) 和放鬆信貸 (credit easing) 仍會存在一段時間。由於目前的利率水平很低，這些流動資金極渴望獲得一些回報，急于在全球金融市場市場上爭取獲得利潤的機會，或者富想像力的創造這樣的機會。成功過度這場金融危機的金融機構，很快又會故態復萌。另一方面，金融當局還需要花一些時間商定急切的金融監管制度改革。我認為這樣的局面將可能導致全球貨幣和外匯市場的大幅波動，令國際貨幣體系不得不再加大對這兩種不穩定支柱貨幣的負荷。
19. 即使你并不像我那樣擔憂當前的形勢，未雨綢繆，探究如何加強國際貨幣體系，尤其是使其結構更加穩健，確是明智謹慎之舉。事實上，一直以來都有人提議引進一個有意義的第三大支柱貨幣來建立國際貨幣體系三足鼎立的格局 (a tripod model)，這第三大支柱可以是一種超國家貨幣 (a supranational

currency) 或者是一種主權貨幣 (a sovereign currency)。一個顯而易見的可供候選的超國家貨幣當然是特別提款權 (SDR)。考慮到其所涉及的很多複雜的政治考慮，在使用 SDR 作為第三大支柱貨幣這件事上，能否達成國際共識還存在疑問。即使達成共識，真正的國際努力也需要官方和私人部門都將 SDR 運用于廣泛的國際支付中，這可能沒法很快實現。但是在沒有看到權威人士規範的研究之前我不排除這種可能性，例如國際貨幣基金組織 (IMF)，縱然它認為國際貨幣體系無需修復，也理應做出相應的研究。有趣的是，目前看來，IMF 正在考慮把人民幣包括進 SDR。

20. 另一種可供候選的超國家貨幣是一種新型的地區貨幣，就像歐元那樣。我認為從經濟和金融實力上看，能符合資格的并且可以形成一種貨幣的地區就是亞洲。但是從歐元的經驗來看，解決政治性和結構性的問題，即使不是不能克服，但仍有困難。亞洲與歐洲相比，在很多地方都存在許多的差異，而且地理上也更為分散。亞洲貨幣聯盟并不是任何一個包括亞洲在內的管轄區都極為看好的。但是，再一次，我仍不會輕易地排除這種可能性，雖然很好地應付了 2008-2009 年的金融危機，但是亞洲各管轄區仍就易受國際金融力量的影響。尤其是那些市場自由開放的管轄區，以及其市場大到有充足的流動性以吸引國際資本，但同時又小到能被顛覆的管轄區。我對這議題能否擺上亞洲區域合作的議事日程上不感到樂觀。
21. 市場自身可能會將主權貨幣變成國際貨幣體系的第三大支柱貨幣。當偏好逐步改變成要求用更加穩定、風險更低的貨幣來進行國際支付和持有外國資產的偏好後，這可以被推行。但是，我認為目前還沒有任何一種貨幣可以很快勝任。不過，長遠來看，我認為有一種可供候選的貨幣。在我說出這種貨幣之前，我也許應當先簡要地說明一下先決條件。我想有五點。第一，這個貨幣的經濟體的規模要相當龐大，尤其是這個經濟體與世界其它地區的國際交易量的規模要大。第二，要有健全的宏觀經濟基礎以支撐這種貨幣，維持貨幣的穩定性和國際信心。第三，該貨幣要能自由及方便兌換，至少在其使用的合法用途上，以促進其在交易媒介、財富儲備和核算單位方面廣泛的國際應用。第四，該貨幣的金融體系需要相當深化和多樣化，讓金融中介機構可以在全球範圍內以該貨

幣計價。第五，金融基礎設施——支付、結算、清算與托管系統，必須能保證以該貨幣計價的交易穩健有效。

22. 如果人民幣在長期內處於升值趨勢，而且中國經濟繼續持續合理的快速增長，那麼大概二十年後，中國經濟的規模應當接近甚至超過美國和歐洲地區的經濟。儘管不是所有人都贊同、理解或者欣賞社會主義市場經濟的運作方式，中國宏觀經濟管理成功的歷史記錄已經有目共睹。當然有人可以對稀缺資源的配置效率提出批評，但是沒有人可以懷疑由微觀決策隨時準備遵循國家的指導或指示可促成政策傳導機制的高效率。因此，毫無疑問中國有能力維持貨幣的穩定性，亦可預見能建立國際對人民幣的信任。事實上，目前對人民幣的投資需求較高而且熱切。所以人民幣有望滿足成為國際貨幣體系第三大支柱貨幣的前兩個先決條件。但是在滿足其它三個先決條件（即自由兌換、金融體系能力和金融基礎設施的穩固性）之前，中國還有一段路要走，還需要採取一些改革措施。
23. 為加強國際貨幣體系的結構穩定性，中國應當迅速實施這些行動。事實上，出于對國內利益的考慮——金融效率、可持續增長和發展、維持主權財富（sovereign wealth）的價值等，中國也應迅速行動。鑒于過去二十年來頻繁出現的金融危機所展示出的國際金融的威力，該如何謹慎地管理相關風險，一直是個十分有挑戰性的問題。
24. 不過，我認為中國有足够的金融條件來迎接挑戰。其有明顯的金融影響力，包括成為世界上最大的外匯儲備持有國以及決策的有效性。此外，在戰略上，香港在“一國兩制”方針的指導下，作為中國的一個組成部分，運行著資本主義自由市場經濟，可為中國大陸的金融改革和自由化提供了一個試驗場所。通過建立人民幣離岸市場（off-shore renminbi market），香港是促進人民幣國際化的理想場所。發展人民幣業務在香港已取得了相當大的進步，從開展人民幣存款業務開始，到發行人民幣債券和使用人民幣進行貿易結算。另外，中國和很多貿易夥伴之間已達成了國內貨幣互換協議（domestic currency swap arrangements），以增強人民幣在中國大陸以外地區的可用性。兩個月前實行

了另一項戰略舉措。這相當于允許香港的人民幣離岸市場可以按其自身方式自行開展人民幣業務，就如同在香港市場上開展以其它外幣計價的業務一樣。

25. 鑒于海外興趣的熱切及迅速增長，人民幣離岸市場進一步發展的潛力巨大，海外官方盼望確保他們的金融市場能接駁人民幣市場，各行各業則有興趣將人民幣用于交易和儲備財富。例如，香港對使用人民幣進行股權交易（equity trading）沒有限制，我相信這將很快實現。想通過香港市場投資中國的外國投資者明顯也想受惠于人民幣，毋需擔心受到港幣的影響，因為香港已擁有一套健全而行之有效的貨幣局制度（currency board arrangements），將港幣和美元牢固地聯繫在一起。而且，很多出口商將商品銷往中國，也希望收取人民幣，就像中國進口商為了努力規避匯率風險，希望用人民幣而非外幣付款一樣。我相信將會出現以人民幣計價的金融工具，以利人民幣持有者投放資金。
26. 人民幣離岸市場可能對在岸市場（on-shore market）造成的風險是可解決的。目前在這兩種市場之間正式的和結算的基礎建設已存在，香港的人民幣結算銀行在中國人民銀行（中央銀行）開設人民幣結算帳戶。中國人民銀行制定風險管理規則向香港人民幣結算銀行，以至所有參與人民幣業務的香港持牌銀行（licensed banks）提供結算服務。可以理解，這些條件規限了交易範疇，例如，離岸市場通過在岸市場來軋平人民幣對外幣的平盤安排。而且，還需要有謹慎要求和限額。但是我不認為這些會抑制香港人民幣離岸市場的健康發展及其作為人民幣國際化的作用。
27. 很明顯，發展中國金融體系，允許海外投資者和募資者的參與，這對人民幣的國際化非常重要。只要存在資金管制，直接進入中國金融體系就比較困難。因此，香港在搭建大陸與世界其它地區主要國內金融體系之間的橋梁上起到了重要作用。事實上，大陸和世界其它地區之間的金融中介（financial intermediation）都在香港進行，使大陸投資者和募資者能與他們的海外同行（counterparts）交流合作。但是，迄今為止，在大陸各城市的國內市場和香港國際市場均存在的相同金融產品，但市場間仍存在結構上的分割，換言之，這兩個市場仍不可融合，相同的產品在這兩個市場上的價格可以顯著不同。我相

信若這兩個市場能相互配合，讓國內與國際供求互相影響，便能大大增強市場價格厘定（price discovery）、深度和資產流動性等方面的市場效率。我深信通過這兩個市場的互動會形成一個比這兩個獨立的市場加總後更大的一個市場，因為它將吸引到更多的國內和海外市場參與者。我認為這是加快中國金融市場國際化的步伐及加速人民幣國際化的關鍵。

28. 最後，人民幣能否成爲一種國際貨幣，一種儲備貨幣，并且作爲國際貨幣體系的第三大支柱，還需由市場決定。無論爲自身的利益，或爲保持國際貨幣體系穩定的利益，中國正謹慎地朝著正確的方向努力。我熱切期待離岸人民幣在香港的使用能促進人民幣國際化的發展，同時期待人民幣在國際金融中發揮重要的作用。