

# 中国在国际金融中的作用

任志刚

研究专论第三号

二零一零年九月

全球经济及金融研究所  
香港中文大学  
香港新界沙田泽祥街十二号郑裕彤楼十三楼

## 鸣谢



全球经济及金融研究所衷心感谢以下捐助人、机构及团体的慷慨捐赠  
及对我们的支持：

郑海泉

周松岗

刘遵义

黄桂林

国家开发银行

恒基兆业地产有限公司

香港上海汇丰银行有限公司

新鸿基地产发展有限公司

# 中国在国际金融中的作用

(中文译本)

任志刚

2010年9月15日

丰业资本 (Scotia Capital) 金融市场周年晚宴

多伦多, 加拿大

## 引言

1. 两年前的今天, 2008年9月15日, 星期一, 是日本的敬老日和香港的中秋节, 两地都是公众假期, 那天亚洲相对比较平静。香港的天气晴朗, 市民都期待着夜晚提着各式各样的传统灯笼观赏明月。像其它金融界辛勤工作的专业人士一样, 我如常带着黑莓手机和另一部移动电话。记得几乎在同一时间, 两部手机同时响起, 电子邮件和短信接二连三地涌入。这些电话和短信所带来的消息很坏, 有可能对第二天的金融市场造成严重的打击——雷曼兄弟 (Lehman) 的倒闭, 美林集团 (Merrill Lynch) 与美国银行 (Bank of America) 的合并, 以及对美国国际集团 (AIG) 的拯救, 这些坏消息几乎在同一时间发生。

## 范式的转变

2. 大家都比我更接近地震源头, 相信亦比我更清楚知道事情的后续发展。在香港, 这些坏消息, 特别是处理三家金融机构的不同手法, 实在令人惊讶, 尤其是几个月前当发生贝尔斯登 (Bear Stearns) 事件的时候, 我已察觉到金融市场系统性失灵的危险信号。实际上, 正如香港从 1997-1998 年的亚洲金融危机中所吸取的教训, 当金融市场预示有失灵危机时, 当局必须采取果断行动, 即使

可能有道德风险，在有需要时承担金融体系的偿付能力，并在金融危机前先发制人，采取果断行动。

3. 也许美国的政治环境和法律框架不容许权力当局采取这种果断的干预行为。在发达的司法体系中，资本主义和自由市场常常被理所当然地视为促进经济持续增长和发展的先决条件，所以政府作出干预时，会遇到强大的体制阻力。我清楚记得，1998 年我们竭力干预市场，纠正香港市场失效的危机，竭力避免市场被操控时，曾遭各方指责，包括那些负责稳定金融体制的人士。但在最近情况下，盎格鲁·萨克逊的经济发展模型（Anglo-Saxon model）的权威性已受到严重的挑战。很多人认为 2008-2009 年发生的事件已证明了市场体制注定会产生危机，因为它容易受操控，这亦反映了资本主义本质上的害处。
4. 当金融体制出现严重失灵的时候，政府别无选择，只能通过从金融机构购买资产，并且担保其偿还能力，提供流动资金和资本，给予广泛的支持和帮助。我们看到政府也参与了金融机构的运作，对已注入公帑（public money）的银行设定贷款的政策方向，以及订定银行的薪酬管理制度。今年 7 月，欧盟通过新规定限制了银行家的奖金，而早前美国也发布了类似的指引。
5. 当然，一些支持措施只是暂时性的，旨在减轻金融危机对经济的不利影响以及促进金融修复。但我不禁注意到这些措施与中国金融体制中的某些长期做法十分类似。中国的社会主义市场经济发展模型已取得了巨大的成就，尤其是在确保金融体制的运作，能有效支援和促进持续增长和发展，以及防止金融危机等。我并不是说已确实出现了重大的范式转变，即发展经济学从资本主义自由市场经济模型已转型到社会主义市场经济模型，或某些人所指的国家资本主义。但是我认为中国的经验，对探讨政府参与金融体系运作的形式以及合理的程度，如何有利于维持金融市场稳定，有很多可以借鉴之处，正如发达市场奉行市场自由的经验同样对提升金融效率很有参考价值。

## 利益冲突

6. 不论采取什么行动修复和改革金融体制，各有关单位应当认识到现实中存在的冲突，尤其在短期内，在谋求最大化利润的金融中介机构的私人利益，与金融当局为确保金融稳定性及促进金融效率所追求的公众利益之间存在的矛盾。简单来说，也许你们当中的一些人并不希望听到这个，金融中介机构的利润和红利越多，实际上意味着中介成本（intermediation spread）越高，以及金融中介活动效率越低。当中间人摄取了相当大的一块利润时，投资者的回报率肯定会较低，而借款者的资金成本就会较高。
7. 但有趣的是，我们在危机前夕看到了一个反常现象：当金融中介机构获取创记录的利润和天文数字红利的同时，中介成本好像亦正在缩小，投资者获得了高额回报，而借款者，包括那些信用差的借款者，都可获得便宜的资金。中介机构则把这种现象归功于他们巧妙整合的金融创新，以此证明他们优厚的薪酬是正当的。但是我们现在知道，在  $t$  期，即危机前所观察到的这种反常现象的代价，是金融体系结构稳定性（structural robustness）受到严重的侵蚀，而且在  $t+1$  期，即金融危机爆发时，引致中介成本显著扩大。换句话说，高报酬的金融创新并没有带来任何持久的金融效率的提高。相反，它导致中介成本跨期转移。当危机爆发后，投资者遭受严重打击，损失大部分危机前赚得的金钱，而且还可能赔得更多；如果他们还能募集到资金的话，募资者的资金成本急剧升高。
8. 显然，在发达市场的前危机时代，金融中介机构的私人利益被容许凌驾于公众利益之上。金融创新受到金融当局的欢迎，其宣称的好处也很少被挑战。于是，金融创新便可以为所欲为，表现出一些很难与其基本功能（即金融中介）拉上关系的特征。金融创新还获得一定程度的能量，带来相当大的破坏力。随着全球化和信息科技的进步，这些破坏力向各方蔓延，不论是在地理上、还是在货币、金融机构、金融市场以及金融工具方面。而且，这些破坏力以相当快的速度蔓延，远快于各国监管机构合作驾驭国际金融能量的速度。

9. 有趣的是，在中国，私人和公众利益之间的冲突一直不是一个大问题。在中国的金融机构中，国家的拥有权相对较高，在金融体系的日常运作中，长期的公众利益幸而更为受到重视。当局还相当主动地识别系统风险并且向金融机构发布指令，早在危机爆发前就预先防范这些风险。这些，以及引进新的金融实践所需特殊批准的需要（尽管会产生道德风险），都说明这是监督管理金融创新行为的一个有效机制。顺便一提，这种宏观审慎的金融管理方式已成为金融危机爆发后全球金融当局日益关注的议题事项。例如，这是金融稳定委员会（Financial Stability Board）议事日程中的重要一项。中国已经实行这种做法很久，而且做得很有效，因而会有一些可供分享的有用经验。我们注意到今年当局已采取一些适时及强硬的措施，通过限制银行贷款等方式来管制房地产的投机行为。我们还注意到所有大银行的举动，可能是得到了银行监管机构和最大股东的批准和鼓励，今年当经济复苏时，这些大银行提高了新增资本（additional capital），这是宏观审慎管制如何限制顺经济周期性（pro-cyclicality）的一个有趣例证。

### 更有力的发言权

10. 鉴于全球化下金融危机的日益蔓延，中国和其它国家分享经验符合其自身利益。保持金融稳定已不再是一个国家的国内问题，而需要全球的努力。我们都明白中国在全球经济、世界贸易、甚至是全球金融中日益增长的重要性，到目前为止它拥有世界上最大的外汇储备。因此中国应当在国际金融机构和论坛中享有其应有的席位，参与改革全球的金融架构。中国理应加入制定标准的机构团体，审视国际金融议题。我欣然看到近年来越来越多引进中国参与国际事务的努力，但是在很多领域里，例如在国际货币基金组织（International Monetary Fund）和其它主要的国际金融机构中的投票权，不管怎么衡量，中国的代表权仍然过低。限制中国在促进形成安全有效的国际金融体系中发挥重要作用是有害无利的。

## 全球经济失衡

11. 让我谈谈中国在解决全球经济失衡中所担当的角色。当危机爆发的时候，有些人归咎于全球经济失衡，尤其是中国巨大的贸易顺差及持续低估人民币而取得不公平的贸易优势。他们认为这是导致危机的重要原因，比例如以证券化转移信用风险的错误模式助长了信用标准的严重腐蚀以及“有毒”金融资产（toxic financial assets）的迅速扩散更为重要。我相信在这种颇为奇怪的看法背后有政治考虑的因素。从 2008 年 7 月到 2010 年 6 月，中国采取了人民币兑美元相对固定的特殊汇率政策，事实上，这是为了促进中国，尤其是在亚洲地区的金融稳定。不然，我确信比同期的发达市场的货币汇率更波动，对亚洲地区的金融稳定造成严重的破坏。
12. 数据说明，中国的贸易平衡对汇率变动并不十分敏感，而且可能还与汇率变动呈反向关系。换句话说，汇率升值可能增加而非降低贸易顺差。我相信熟悉这个问题背后经济理论的人可以理解这种反直观（counter-intuitive）的可能性，当然这种数学关系仅限于一个特定的经济体，并且依赖这个经济体中进口与出口的价格弹性。事实上，在人民币对美元的汇率保持稳定的这两年中，中国贸易收支急剧下降，虽然其它因素并不相同，在中国主要出口市场经济衰退时，贸易的收入效应可能也起到一定作用。
13. 但是有必要说明一下近期中国持续的贸易顺差现象，资本项目的管制迫使外汇储备的快速积累；相应地，基础货币（base money）大幅增加，以至央行不得不对其进行冲销控制，以事先抑制过度的创造信贷（credit creation）以及防止通货膨胀。当中国已成功处理金融危机负面影响时尤该如此，因为已不再需要对银行系统提供太多的流动性，而且当经济体不再有压力的时候银行也不需要主动贷款。为了保证长期持续的经济增长，有必要从高度出口导向型的经济结构转向同时依靠内需的结构。我相信这是中国解决其外部经济失衡的重要考虑，而不是被高度政治化的美国对中国贸易逆差，当然如果中国能成功扩大内需，将有助于改善备受关注的全球经济失衡。

14. 我知道中国领导人极希望解决这件事情，但是我本人并没有参与策略的讨论。作为一名旁观者，考虑到中国同时需要追求其它理想的宏观经济和货币政策目标，我认为解决办法是为拥有相当高储蓄的居民提供一个稳定及较高的调整风险后的回报率。随着社会保障的大幅增强，通过储蓄大部分家庭收入来作为个人保险的愿望（如目前的状况一样）就会降低，同时增加消费倾向，因而，其它条件不变，进口就会增加。所以，仍然需要继续发展国内金融市场，提供各种金融工具以满足国内储蓄的风险欲望（risk appetite）。同时，由于经常账项当大的盈余，进一步开放资本账项的条件已日趋成熟，国内储蓄就可以流向海外，例如流入香港，或者通过香港再流入其它地区，流向那些拥有一系列金融和其它资产、能提供稳定而在风险调整后仍有高额回报的地区。
15. 至于人民币汇率，由于贸易平衡对汇率的变动并不敏感，不应简单地将调整汇率作为解决外部经济失衡的政策工具。但随着中国进一步全球化，其相对低的价格水平将与其贸易伙伴的价格水平趋同，长远而言其实际有效汇率将无可避免会升值。所以中国需要作一选择：接受显着高于其贸易伙伴的通货膨胀率，还是接受人民币对一篮子货币（而非仅美元）的名义汇率升值。考虑到这两种方式的相对风险，我认为答案是显而易见的，汇率问题应如此看待。随着今年6月中国为汇率重新引进弹性，我相信在未来一段很长的时间内，人民币将重新对一篮子货币升值，正如2005年7月至2008年7月期间一样。但是短期内肯定会围绕着这种长期升值趋势有一些波动，当然对美元的汇率也会有所波动，因为当时的国内和国际金融与经济形势会对之产生一定的影响。

## 国际货币体系

16. 让我谈谈中国在国际货币体系中的作用。坦白地说，我并不满意目前的国际货币体系。它依赖两大支柱货币——美元和欧元。由于它们是世界上两个最大经济区的当地货币，很自然地扮演了国际货币的角色——支付媒介，用于储备财富，以及作为核算单位（units of accounting）。为了使国际货币体系正常运作，必要让使用支柱货币（不论其数量）的人对其有信心。虽然这两大管辖区



(jurisdiction) 的经济和政治份量颇为重要，但是对其货币的信任最终取决于其良好的经济基础。亚洲金融危机就是一个很好的例子，即当实行不够谨慎的宏观经济政策时，对一种货币的信任可以瞬间瓦解的。事实上，即使是有良好宏观经济管理的管辖区，它们的货币也会遭受压力。自由开放的金融市场有时以不可预测的方式对个别管辖区施行宏观经济纪律。

17. 我不想夸大美国和欧洲地区当前的问题，也不想贬低当局为解决这些问题而采取的巨大努力。但是当我们审视有关宏观经济数据的时候，不仅是当前的数据，还包括近期的历史数据时，我们注意到大量的令人担忧的赤字、公债，失业和结构问题。这些宏观经济数据可以轻易地让一个较小的管辖区陷入金融混乱中，并且使其货币陷入慌乱。当然，目前还没有其它的国际货币为可行的选择，可用以管理其它管辖区不断增长的外汇储备量，或用作全球化环境中日益增长的国际交易量的支付与结算。不过我相信很多人也希望能有一个更理想的经济基础来支撑这两种货币，或者，还有其它可供选择的货币。简言之，国际货币体系所依赖的这两大支柱货币，它们虽然扮演重要的角色，但可能欠缺应有的稳健性。
18. 除此之外令我担忧的是，在那个体制中存在大量的流动性，在目前和可预见的将来，定量宽松 (quantitative easing) 和放松信贷 (credit easing) 仍会存在一段时间。由于目前的利率水平很低，这些流动资金极渴望获得一些回报，急于在全球金融市场市场上争取获得利润的机会，或者富想象力的创造这样的机会。成功过度这场金融危机的金融机构，很快又会故态复萌。另一方面，金融当局还需要花一些时间商定急切的金融监管制度改革。我认为这样的局面将可能导致全球货币和外汇市场的大幅波动，令国际货币体系不得不再加大对这两种不稳定支柱货币的负荷。
19. 即使你并不像我那样担忧当前的形势，未雨绸缪，探究如何加强国际货币体系，尤其是使其结构更加稳健，确是明智谨慎之举。事实上，一直以来都有人提议引进一个有意义的第三大支柱货币来建立国际货币体系三足鼎立的格局 (a tripod model)，这第三大支柱可以是一种超国家货币 (a supranational

currency) 或者是一种主权货币 (a sovereign currency)。一个显而易见的可供候选的超国家货币当然是特别提款权 (SDR)。考虑到其所涉及的很多复杂的政治考虑, 在使用 SDR 作为第三大支柱货币这件事上, 能否达成国际共识还存在疑问。即使达成共识, 真正的国际努力也需要官方和私人部门都将 SDR 运用于广泛的国际支付中, 这可能没法很快实现。但是在没有看到权威人士规范的研究之前我不排除这种可能性, 例如国际货币基金组织 (IMF), 纵然它认为国际货币体系无需修复, 也理应做出相应的研究。有趣的是, 目前看来, IMF 正在考虑把人民币包括进 SDR。

20. 另一种可供候选的超国家货币是一种新型的地区货币, 就像欧元那样。我认为从经济和金融实力上看, 能符合资格的并且可以形成一种货币的地区就是亚洲。但是从欧元的经验来看, 解决政治性和结构性的问题, 即使不是不能克服, 但仍有困难。亚洲与欧洲相比, 在很多地方都存在许多的差异, 而且地理上也更为分散。亚洲货币联盟并不是任何一个包括亚洲在内的管辖区都极为看好的。但是, 再一次, 我仍不会轻易地排除这种可能性, 虽然很好地应付了 2008-2009 年的金融危机, 但是亚洲各管辖区仍就易受国际金融力量的影响。尤其是那些市场自由开放的管辖区, 以及其市场大到有充足的流动性以吸引国际资本, 但同时又小到能被颠覆的管辖区。我对这议题能否摆上亚洲区域合作的议事日程上不感到乐观。

21. 市场自身可能会将主权货币变成国际货币体系的第三大支柱货币。当偏好逐步改变成要求用更加稳定、风险更低的货币来进行国际支付和持有外国资产的偏好后, 这可以被推行。但是, 我认为目前还没有任何一种货币可以很快胜任。不过, 长远来看, 我认为有一种可供候选的货币。在我说出这种货币之前, 我也许应当先简要地说明一下先决条件。我想有五点。第一, 这个货币的经济体的规模要相当庞大, 尤其是这个经济体与世界其它地区的国际交易量的规模要大。第二, 要有健全的宏观经济基础以支撑这种货币, 维持货币的稳定性和国际信心。第三, 该货币要能自由及方便兑换, 至少在其使用的合法用途上, 以促进其在交易媒介、财富储备和核算单位方面广泛的国际应用。第四, 该货币的金融体系需要相当深化和多样化, 让金融中介机构可以在全球范围内以该货

币计价。第五，金融基础设施——支付、结算、清算与托管系统，必须能保证以该货币计价的交易稳健有效。

22. 如果人民币在长期内处于升值趋势，而且中国经济继续持续合理的快速增长，那么大概二十年后，中国经济的规模应当接近甚至超过美国和欧洲地区的经济。尽管不是所有人都赞同、理解或者欣赏社会主义市场经济的运作方式，中国宏观经济管理成功的历史记录已经有目共睹。当然有人可以对稀缺资源的配置效率提出批评，但是没有人可以怀疑由微观决策随时准备遵循国家的指导或指示可促成政策传导机制的高效率。因此，毫无疑问中国有能力维持货币的稳定性，亦可预见能建立国际对人民币的信任。事实上，目前对人民币的投资需求较高而且热切。所以人民币有望满足成为国际货币体系第三大支柱货币的前两个先决条件。但是在满足其它三个先决条件（即自由兑换、金融体系能力和金融基础设施的稳固性）之前，中国还有一段路要走，还需要采取一些改革措施。
23. 为加强国际货币体系的结构稳定性，中国应当迅速实施这些行动。事实上，出于对国内利益的考虑——金融效率、可持续增长和发展、维持主权财富（sovereign wealth）的价值等，中国也应迅速行动。鉴于过去二十年来频繁出现的金融危机所展示出的国际金融的威力，该如何谨慎地管理相关风险，一直是个十分有挑战性的问题。
24. 不过，我认为中国有足够的金融条件来迎接挑战。其有明显的金融影响力，包括成为世界上最大的外汇储备持有国以及决策的有效性。此外，在战略上，香港在“一国两制”方针的指导下，作为中国的一个组成部分，运行着资本主义自由市场经济，可为中国大陆的金融改革和自由化提供了一个试验场所。通过建立人民币离岸市场（off-shore renminbi market），香港是促进人民币国际化的理想场所。发展人民币业务在香港已取得了相当大的进步，从开展人民币存款业务开始，到发行人民币债券和使用人民币进行贸易结算。另外，中国和很多贸易伙伴之间已达成了国内货币互换协议（domestic currency swap arrangements），以增强人民币在中国大陆以外地区的可用性。两个月前实行

了另一项战略举措。这相当于允许香港的人民币离岸市场可以按其自身方式自行开展人民币业务，就如同在香港市场上开展以其它外币计价的业务一样。

25. 鉴于海外兴趣的热切及迅速增长，人民币离岸市场进一步发展的潜力巨大，海外官方盼望确保他们的金融市场能接驳人民币市场，各行各业则有兴趣将人民币用于交易和储备财富。例如，香港对使用人民币进行股权交易（equity trading）没有限制，我相信这将很快实现。想通过香港市场投资中国的外国投资者明显也想受惠于人民币，毋需担心受到港币的影响，因为香港已拥有一套健全而行之有效的货币局制度（currency board arrangements），将港币和美元牢固地联系在一起。而且，很多出口商将商品销往中国，也希望收取人民币，就像中国进口商为了努力规避汇率风险，希望用人民币而非外币付款一样。我相信将会出现以人民币计价的金融工具，以利人民币持有者投放资金。
26. 人民币离岸市场可能对在岸市场（on-shore market）造成的风险是可解决的。目前在这两种市场之间正式支付和结算的基础建设已存在，香港的人民币结算银行在中国人民银行（中央银行）开设人民币结算帐户。中国人民银行制定风险管理规则向香港人民币结算银行，以至所有参与人民币业务的香港持牌银行（licensed banks）提供结算服务。可以理解，这些条件规限了交易范畴，例如，离岸市场通过在岸市场来轧平人民币对外币的平盘安排。而且，还需要有谨慎要求和限额。但是我不认为这些会抑制香港人民币离岸市场的健康发展及其作为人民币国际化的作用。
27. 很明显，发展中国金融体系，允许海外投资者和募资者的参与，这对人民币的国际化非常重要。只要存在资金管制，直接进入中国金融体系就比较困难。因此，香港在搭建大陆与世界其它地区主要国内金融体系之间的桥梁上起到了重要作用。事实上，大陆和世界其它地区之间的金融中介（financial intermediation）都在香港进行，使大陆投资者和募资者能与他们的海外同行（counterparts）交流合作。但是，迄今为止，在大陆各城市的国内市场和香港国际市场均存在的相同金融产品，但市场间仍存在结构上的分割，换言之，这两个市场仍不可融合，相同的产品在这两个市场上的价格可以显着不同。我相

信若这两个市场能相互配合，让国内与国际供求互相影响，便能大大增强市场价格厘定（price discovery）、深度和资产流动性等方面的市场效率。我深信通过这两个市场的互动会形成一个比这两个独立的市场加总后更大的一个市场，因为它将吸引到更多的国内和海外市场参与者。我认为这是加快中国金融市场国际化的步伐及加速人民币国际化的关键。

28. 最后，人民币能否成为一种国际货币，一种储备货币，并且作为国际货币体系的第三大支柱，还需由市场决定。无论为自身的利益，或为保持国际货币体系稳定的利益，中国正谨慎地朝着正确的方向努力。我热切期待离岸人民币在香港的使用能促进人民币国际化的发展，同时期待人民币在国际金融中发挥重要的作用。