

金融危機的教訓——一個中央銀行家的看法

任志剛

研究專論第四號

二零一零年十一月

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

香港上海匯豐銀行有限公司

新鴻基地產發展有限公司

《金融危機的教訓——一個中央銀行家的看法》

(中文譯本) *

任志剛

第九屆亞洲太平洋高峰會議

摩根史丹利

新加坡文華東方酒店

2010年11月10日

引言

1. 大會主辦者希望我以中央銀行家的角度，談談金融危機的經驗教訓。我不敢說我够資格在這裏講這個課題。首先，我退休已經一年多。此外，就中央銀行在貨幣政策上的傳統角色看，我有幸主持了16年半，去年九月才退休的香港金融管理局，有人覺得說不上是中央銀行。的確，由於我們透過一種基于規則的貨幣發行局制度，將港元的匯率牢牢地與美元挂鈎，決定香港貨幣政策的其實是美國聯邦儲備局，並非香港金融管理局。但又很不幸，我在金管局的時期，先後要應付這個國際金融中心兩次相當嚴重的金融危機。我不介意與各位嘉賓分享我的一些想法。但由于上述的理由，以下所講的不能代表中央銀行這個‘行業’。

2. 此外，我首先要講明，即使我們從危機中吸收到教訓，也不等于說不會再犯同樣的錯誤、金融危機不會再次使我們元氣大傷。而且十分遺憾，限于政治現實，根本不可能全面落實從經驗教訓所得出的補救措施。因為，這些舉措總是說要加強規管、減少市場自由度。而各位可能也注意到，最近這次危機對經濟所造成的傷害雖然仍未過去，對於 2008 年 9 月的記憶已開始淡出，令人質疑的做法正在回潮，改革的建議則被淡化。

市場失靈

3. 中央銀行家所學到的第一個教訓恐怕是：市場原來是有可能失靈的。我們不能永遠靠亞當斯密的‘無形之手’來將自私的個人行為轉化為促進社會利益的集體成果。現實世界裏的一些因素，令無形之手難以充分發揮作用。這在金融領域尤其真確。這包括訊息問題、羊群行為、壟斷寡頭這類市場缺陷、市場全球化但監管地方化、激勵扭曲、金融衍生物、又或者所謂的尾巴指揮大腦、貪婪、恐懼、愚昧、犯罪、杠杆、投機性泡沫、非理性繁榮、難以確定的前景、操控或掠奪行為、政策失誤、利益團體的政治影響力，諸如此類。這些特性在今天的市場上司空見慣，而且往往對金融體系構成壓力。不及時制止的話，所帶來的不是促進社會利益的集體成果，而是災難性的後果，削弱整個體系。這些因素事實上如此普遍，我們甚至會發現，很難在金融領域找到近似教科書所講的理想自由市場。

4. 因此，教科書說，無形之手有效地引導供與求達到均衡，為交易中的金融資產得出可靠的價格。但在現實中，上述因素慣性地令市場大起大落、越過市價火位。而交易員又最愛市場波動，所謂火中取栗，這才是賺大錢的良機。尋價的機制若效能很高（因而價格相對穩定），雖然可以引來更多的投資者和資金，充分發揮市場調動資源支持經濟活動的功能，但並非交易者的利益所在，縱使這才是他們職位存在的原因。市場波幅和價格過火

之烈，有時候威脅到金融體系持分者的生存，甚至凍結整個體系，令市場失靈。

5. 1997-98 年的亞洲金融危機就是市場失靈的明證。就香港來說，當時的自由市場實際上是自由操控的市場。縱使經濟基本因素健全，公共財政穩健，並無大筆的外債，但港元兌美元的聯繫匯率一再遭到嚴重的衝擊。由於我們的制度以規則為本，加上對存款機構沒有法定存款準備金的要求，資本外流很自然地導致市場利率飈升。1997 年那一次，隔夜拆息飈升到 280%，經濟固然深受打擊，但幸虧拋空港元者也受到重創。但到了 1998 年，市場操控者儲存了港元才入市。炒家精心策劃，利用利率對貨幣基礎變化的敏感度和股市對利率的敏感度，由外匯市場、貨幣市場炒到股票市場。面對金融體系瓦解的威脅，我們不得不干預股票市場。當時千夫所指，被指公然違背自由市場原則。
6. 2008-09 年源于美國的次按危機，也存在著市場失靈的問題。市場自由帶動金融創新，讓信貸風險得以轉移，透過證券化和複雜的金融產品，理論上由有財力者承擔。但過猶不及，大大扭曲了金融體系的誘因，嚴重地侵蝕了信貸標準，令這類金融產品變質成為問題資產。相信在座各位熟悉不過，而如今亦已在文獻上記述甚詳，承擔這些信貸的資產一旦價格暴跌，整個體系都被凍結，金融活動為經濟活動提供中介的功能面臨崩潰，經濟面對嚴重衰退的威脅。由於擔心會造成道德風險，也仍然希望自由市場到頭來會自行調節，當局比我預計花了多一點的時間，但終於認識到後果有多嚴峻。當時在政治上也有不少聲音反對政府介入。但系統失靈的後果陸續浮現，當局最終還是介入了。正如各位嘉賓所知，當時政府大規模介入，為金融體系的償付能力作出承諾保證，包括買入體系的資產、為債務作擔保、以及提供流動資金和資本 – 讓金融體系能夠繼續支持經濟活動。干預規模之大，令 1998 年香港對股市的干預顯得相對地溫和，亦證明 1998 年在香港干預股票市場是對的。

7. 市場是可以失靈的。而一旦失靈，視乎對公眾利益受損的程度，當局有責任引導其重回正軌。這可能需要採取非傳統的干預，例如入市對著幹，或者廣泛地為金融體系的償付能力擔保。另一個選擇是暫時限制市場的自由度，例如引入資本管制。就任何被視為適用的行動，當局都要有所準備，而且事前就要安排到位，以便能迅速行動。換言之，要有必要的法律架構、行使法定權力的機制、以及確保採取行動時足以取信的財務資源。以上這些安排，日常要以宏觀經濟上審慎理財的往績為後盾。此外，應急計畫要够細緻。這是很嚴苛的要求，尤其是對不少新興市場來說。市場既然“新興”，自然希望透過市場力量自由運作，為人民帶來繁榮。

駕馭市場效能

8. 不用說，預防勝于治療。就最近這二十年兩次金融危機的經驗，自由的金融市場顯然很容易出現危機。但這並非說，自由的金融市場無助于大眾的福祉。有餘錢的人所願意承擔的風險與缺錢的人的貸款風險度，兩者之間並沒有理所當然的配對方式。因此，需要有市場制度為風險物色價格、分配承擔、以及有金融中介機構代為轉移和轉化風險。這樣才能够使金融資源有效地在本地和外地調配，支持經濟活動。但就這些工作來說，我們顯然不能把市場效率視為理所當然。對我而言，第二個教訓是，對於金融體系按自由市場原則運作的效能，我們既要尊重，又要約束。而且一如以往，關鍵是如何。要回答這個問題不容易，但就表面上看，為了公眾的利益，政府有需要加大力度以約束金融市場的效能，或須以與前不同的方式介入這個體系。
9. 但對於政府以何種程度介入，才算最有效地確保金融穩定和提高金融效率，又不致于滯礙金融創新，目前並無一致的看法。但最近這兩次危機都

顯示，就維持金融穩定來說，資本主義的自由市場是有缺陷的。相比之下，在一些政府有一定程度介入金融市場的管轄區，比如說在所有權和管理權方面，針對不同性質的資金流動實施管制，例如中國內地，金融的穩定性往往好得多。但不用說，這在某種程度上是降低了金融效率，例如，反映在相當大的銀行中介差價。存戶的回報較低，而貸款者承擔的資金成本較高。

10. 不過，這兩種意識形態的差距正在拉近。舉目所見，雖然有些限制純屬暫時性的危機管理，假以時日會逐步撤銷，但有資本主義自由市場的主管當局接管金融機構、指令銀行發放貸款以支持經濟、限制金融機構高層的薪津和花紅；與此同時，中國的社會主義市場經濟謹慎但充滿信心地，在金融方面深化改革、邁向自由，擁抱市場、擁抱全球化。我當然希望，假以時日會找到最有效的中間道路，在規管市場和監管機構時，既能遵照全球通行的標準，又留有空間以適應各地不同的‘國情’。
11. 過去這兩年，各大國際論壇花了不少時間來修補和改革金融制度。金融穩定委員會和巴塞爾銀行監管委員會都雄心勃勃地擬定了長議程。我以前也參與過這些委員會的工作，深知其爲了公衆的福祉，在確保金融體系運作良好、處理因應複雜的議題時，有多認真和多專業。我在此深表敬意。他們探討了很多關鍵的領域，反映出委員會成員們認爲是當務之急的議題，包括如何監管具有系統重要性的金融機構和關乎這些機構大到不能讓其倒閉的道德風險問題，以及場外金融衍生產品市場的運作、減少對信用評級機構的依賴、審慎宏觀政策的工具和架構、涵蓋整個體系的監控安排，諸如此類。巴塞爾委員會則謀求改善資本質素、風險承擔、杠槓比率、資本緩衝要求上調以舒緩經濟周期對資本的影響，同時爲流動資金設立新的最低標準。這些安排現在合稱爲“巴塞爾協議 III”。由於各大論壇的成員有所增加，加上有關協議納入了二十國集團的範疇，新標準的國際地位比舊標準要強得多。

12. 而總的來說，在有關的範疇內，在國家的層次上也可見同樣的努力，各個司法管轄區都積極推動金融改革。由於穩定體系和救助出事機構須動用大筆公帑，從而逼使當局採取行動以絕後患，各國在龐大的政治壓力下，有此反應可以理解的。美國的“多德-弗蘭克法案”（Dodd-Frank Act，全名：Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act 亦即多德-弗蘭克華爾街改革和個人消費者保護法案）和歐洲方面類似的舉措尤其值得注意。各國的舉措仍有待協調，但都致力使金融體系加強對經濟的支持，前景令人鼓舞。

利益衝突

13. 但隨著各國政府增加介入金融體系，不論是推動必要的改革還是隨後加強監管，我覺得有一個現象值得我們牢記。這就是金融中介方的私人利益是賺取最大利潤，而公眾的利益是確保金融穩定和促進效率，兩者之間存在著根本的矛盾。簡單地說，在座各位可能覺得礙耳，但中介方的利潤和花紅越多，實際上也就是擴大銀行中介差價，金融中介的效率就越低。事實上，中介方如果從大餅裏啃掉一大塊，投資者的回報率必然低過只啃掉小塊，貸款者的資金成本也必然較高。
14. 因此，第三個教訓是，主管當局要主動管理這項矛盾，永遠以公共利益為優先。融資本身就是一種中介活動—將資金由有剩餘者引向有需要者，從而帶動經濟增長和發展。個中的重要性自不待言。金融體系要有效率，必須為投資者提供經風險調整後富有吸引力的回報率，同時為有需要的人提供不太高的成本；換言之，金融體系要有效，中介差價應該較小。如果在同一時間內：金融中介活動和中介人連年賺取天文數字的利潤和花紅，而投資者也獲得高回報、貸款者獲得廉宜的資金，就很可能有問題。這種異

象起碼得說得通才行。即使人人可能都額手稱慶，但主管當局必須說服自己：這不可能不犧牲金融體系的結構健全性。

15. 讓我舉個例子。事後來看，在美國 2008-09 年的金融危機爆發之前，其實已經有相當一段時間存在著這個異象。只是，當時幾乎無人質疑。反過來，眼看金融創新借著證券化來轉移信用風險，迎合了不同承受力的投資者，監管當局雀躍不已。次按和其他債務擔保證券不但為投資者帶來較高的回報，而且看似毫無風險。不少人，包括一些拿不出首期的，都成功貸款，買樓自住，貸款成本普遍下降。中介方則因為這項創意，獲得應得的酬報，至少他們是這樣說的。
16. 當時之所以任由信貸標準惡化，因為這些精心炮製的金融產品不但能轉化信用風險，將其轉移給有能力承擔的人，而且經評級機構認證。對於銀行發放次級按揭貸款，監管者並未質疑，因為這些貸款很快就被剔出銀行賬目，轉移到銀行資助的結構投資工具，似乎並未危及存戶的資金。但這也就忽視了一旦市場受壓，結構投資工具裏由銀行提供擔保的次按違約時，銀行必須重新介入承擔這些壞帳的可能性。就是這樣，問題資產的生產線開動起來。產品更出口到世界各地，扔給一些‘水浸’但容易上當的投資者。監管者無疑不應滯礙金融創新；而現實中，他們也的確說到做到。融資業獲得以自由地發展，成為自我創富的行業。而財富帶來政治影響，導致監管寬鬆或者所謂‘善意的忽視’，把責任留給全能的自由市場。於是，這個自主的生命很快就變了樣，提供中介服務時，日漸為本身的利益著想，甚至將一己之利置于公眾利益之上。可是，當初之所以有這個行業，完全是公眾有需要。現在大家都知道了，放任市場效能到一個地步，足以造成巨大的破壞。

17. 公職人員的責任是保護公眾的利益。但要有適當的工作架構，配以合宜的誘因吸納有所需技能和資歷的人才，他們才能有效地履行職務。這就帶出了第四個教訓。縱使問題簡單不過，但監管者要鼓足勇氣才敢問：“既然名為‘次按’，為什麼還要借出？”又比如說，當樓價上漲時，要監管者堅持最高七成的買樓按揭；又或者，，面對某些金融創新時，說：“這我實在看不懂，你們不能做。”當中央銀行和其他金融業監管者大有理由對業內的高薪表示關注時，他們也應該關心自己的薪酬。1993年香港設立金融管理局時，這是我所堅持的其中一件事：薪酬以私人部門為指標。雖然由於政治原因，這項政策隨著時日而大大削弱，我仍然認為，香港得以安度兩場金融危機，期間還有地產泡沫和衝擊金融穩定性的其他事件，金管局的薪酬制度功不可沒。
18. 獲得明確授權、獨立于政府運作的中央銀行，顯然是這個架構下的另一個要素。我不認為最近這次金融危機大大削弱了央行的獨立性。雖然當初獲授權時並未明文規定，但有些央行的確受命于政府，以協助維持金融穩定、確保金融體系繼續支持經濟。由於局面嚴峻、經濟受到重創，所有央行對政府的要求都‘從善如流’，推出極富想像力的非傳統政策，只求不違法。有人認為，此舉有損央行的獨立性。而眼看央行大幅度偏離既定的權限，有人敬告當局：你正朝著財赤貨幣化這個濕滑的斜坡往下走，危險在前。
19. 這些出于善意的批評也許說明了，可能需要適當地修訂央行的權限。例如明文規定央行有責任維持金融的穩定，同時頒授執行此職責相應的權力。由於金融環境越來越複雜，授權央行盯緊某些目標的數字，例如通脹，現在看來已太天真。何況這也限制了央行令貨幣和金融體系加強對公眾的服務，例如促進經濟成長，所可以作出的貢獻。央行對資產泡沫的關注不只

是為了它會抬高通脹率。而央行對基礎貨幣數量和價格的控制，也無須由頭到尾都只是為了盯緊通脹，因為通脹不一定長期都是關注的所在。

風高浪急

20. 如果有人問我，我是否也這樣看待維持匯率的問題，請讓我很快地補充幾句，并非所有的司法區都有條件讓央行根據多重目標來運作，而且在制訂貨幣和金融政策以切合公眾利益時，有足够的靈活性。面對國際金融的威力，自由和開放的新興市場仍然是很脆弱的，尤其是當發達市場基于國內政策而炮製出龐大的流動資金時。更何況在這個過程中，發達市場幾乎無視于他們的行動對世界其他地區的影響。這也就是我所要講的最後一個教訓。就維持貨幣和金融穩定而言，擁抱自由和開放市場的新興經濟體系將會繼續面對艱難的任務。由於國際資本市場持續波動，新興市場想安渡金融怒海，而不想被巨浪拋得死去活來，就要維持相當大的金融‘墊子’以作緩衝之用。因此，在過去這十年八年，很多國家大量增加外匯儲備。這反過來也為他們的宏觀經濟政策設定了較高的標準。對有些新興經濟來說，與一種高信譽的貨幣挂鈎可能是唯一可行的選擇。另一種可能性是在有需要時，對資本流動採取有針對性的管制或者徵稅。但這可能會降低在國際上調度和運用資金的效率。這並不太適合香港這類國際金融中心。長遠而言可能是改用多極的國際貨幣系統，既比目前的安排多元，又有靈活性。但這只能改天再談。
21. 最後謝謝主辦者讓一個退休的中央銀行家在這裏講出心裏的話，更多謝各位耐心聆聽。

(完)

*此中文工作文件為英文版本譯本。如中、英文兩個版本有任何不相符之處，應以英文版本為準。