



维持中国的金融稳定

任志刚教授 GBM, GBS, CBE, JP

研究专论第八号

二零一二年四月

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

《维持中国的金融稳定》

(中文译本)

(本文收入国际货币基金出版之
“China: Emerging Challenges to Financial Stability: Some Issues for Policy Makers”)

任志刚教授

中国人民银行 中国金融学会 执行副会长

香港中文大学全球经济及金融研究所 杰出研究员

宏观审慎顾问有限公司 主席

每次论到中国的金融改革，温家宝总理经常一再强调「渐进、可控、主动」的指导方针。像许多中国领导人的言论，温总理所提出的理念，随着时间流逝，变得形同口号，背后重要的中心思想逐渐面目模糊。与此同时，国际上出于政治动机而呼吁中国开放金融体系的声音不绝于耳，例如要求让汇率自由浮动、开放资本账等等。鉴于此，在一切关于中国金融改革的专业讨论里，看来都有必要一再重申这个指导方针。

中国金融改革若然偏离温总理这个方针，难免要面对金融不稳的危机。从过去二十年间两次严重的金融风暴经验来看，这种不稳不但伤及发达国家，也足以使新兴国家一蹶不振。全球化和流动资金充裕，使金融市场的力量变得相当强大，能对大大小小的开放型经济体系造成灾难性的破坏。只要公共政策稍有丝毫差池，市场力量即以几近掠夺的力度利用失误，为所欲为，过后却辩称那仅是表现自由市场中的市场规律而已。

自由的金融市场无疑可确保资金有效分配。在中国社会主义市场经济下，国家在金融上的参与，较诸其他经济体，特别是成熟的资本主义经济体，要积极主动得多，而容许市场在金融操作中更多和更自由地参与，是十分明确清晰的。然而，在朝着这一方向进发的过程中，中国需时刻自我提醒有效市场背后的理论假设，也要警觉这些假设可能在现实里未必恒真。我们反复观察到，在金融世界里，我们不能总是依赖亚当史密斯的「无形之手」，把自私的个人行为转化为有益于社会的集体成果。在金融的现实场景里，「无形之手」的作用受制于各方因素，包括资讯问题、羊群行为、市场缺陷如垄断和寡头垄断、市场全球化却规管本土化、激励扭曲效应、衍生工具产品，又或本末倒置、贪婪、恐惧、愚蠢、犯罪、杠杆效应、投机泡沫、非理性的亢奋、事物的不确定、操控或掠夺式行为、政策失误、利益团体的政治影响力等等。

市场具有寻价的重要功能，而金融市场恰恰在这项功能上一而再出现失灵的倾向。贪婪和操控行为往往使金融市场大起大落，其迅猛足以动摇金融机构发展生存的基础，从而削弱金融体系的稳定。以主要的外汇市场为例，只有 5%以下的成交量来自实体经济活动对外汇的需求，如贸易和外国直接投资，其余 95%以上源于开盘买卖，它们多以提供流动性而需作市场庄家为名，本质实为投机。市场并没有为重要的实体经济活动准确地寻价，反倒造成急剧波动和汇率超调，损害金融的稳定性。任谁都会提出这样的疑问：那 95%与实体经济活动无关的成交量，除了为大量高薪厚禄的外汇交易员提供就业，让他们为受聘的金融机构赚取（不可持续的）利润之外，是否非要不可？

因此，中国及其他司法管辖区在改革金融体系的规管架构时，需着力制订

一些措施，在出于公众利益的前提下，容许对金融市场力量予以约束，确保金融中介操作的稳定、诚信、多元、高效，使其发挥推动经济成长和发展的作用。以人民币可兑换性为例，假如以上举措涉及申请和给予批准，以及为适当监察活动而要求提供资料的机制，中国不应只因其不太符合国际惯例而回避。金融市场的强大力量曾骑劫市场自由、制造混乱，在金融危机仍未解决的现况下，各地金融改革工作正欲收紧规例来调控金融市场的强大力量，而在自由与规管之间仍有不少尚待探讨之地。

中国及其他司法管辖区在金融改革中还要认清另一课题，就是金融中介人谋取最大利润和红利的私利，与有效促进资金融通的公众利益之间存在着根本矛盾。简单来说，金融中介人的利润和红利越高（意味着中介成本越高），金融体系在融通资金的效率就越低，投资者和存户的回报率低，而集资者则要承担高昂的资金成本。当然，金融中介人会试图调控，确切点说，是隐瞒这一矛盾，他们通过满有创意的安排，制造假象，令投资者在一段时间内，能得到较高的投资回报，同时集资者，包括信用风险差的，都能够以低成本拿到资金。就提供表面上能提升金融效率的金融创新产品，金融中介人从中得到丰厚的报酬。

要证明金融创新并不提升金融效率殊非易事。以证券化转移信用风险可提升金融效率，直至它在金融体系中造成腐蚀信贷标准的刺激为止。在这过程中，金融创新产品成为中介成本跨期转移的工具，把中介成本从将来（成本扩大）转至现在（成本缩小），造成金融效率提升兼且金融中介人盈利增加的印象，尽管这两者是互为矛盾的。我们不熟悉的风险在这过程里逐步形成，影响着金融稳定，并在金融危机中积累，最后无可避免爆发，具体表现为中介成本显著扩大，投资者损失金钱，集资者无从募资。

目前，中国的金融体系尚未成熟，所以，在采纳金融创新手法来提升急需的金融效率之时，需要格外警惕审慎。金融界或会认为，这也不得由官僚以行政手段预先为金融创新划定界限等各种方法，试图战胜市场。可是，在这个连发达市场的金融体系也在拼力回归基本的年代，中国金融管理当局主动评估与各种创新财务安排相关的风险，确保金融机构以至整个金融体系在引入这些安排之前，落实审慎风险管理的机制，实在无可非议。

对难以理解的金融方案，哪管它们有如何良好的往绩、如何合理的理论作为支持的理据，金融管理当局都应果断否决。当年如果美国的金融管理当局敢于否决次级按揭贷款，坚持证券化的按揭要以保守的贷款 / 价值比率作抵押借贷，也许能避免目前仍然持续的世纪金融危机。同样，假如金融管理当局考虑过国情后，认为有些财务安排对促进资金融通的基本作用毫无帮助，即使它们在其他金融体系相当盛行，也不应批准。「其他地方也有」从不是引介创新金融产品的好理由，就是这句话见证了按揭抵押证券（CDO）和信贷违约掉期合约（CDS）对全球金融体系的杀伤力。

关于这点，中国应当留意一个政治现实：金融中介人控制着金钱的流通，同时具有强大的政治游说力量。此现象在中国或许不明显，但在欧美的发达市场却显而易见。这股力量导致发达市场的金融当局缺乏法律体制下的权力和工具，使之无法审慎监管金融机构和规管金融市场的行为。在中国的社会主义市场经济里，这方面的问题看来较少。一向以来，中国落实政策的机制效率高超，能迅速达致目标。然而，随着金融改革和金融自由化的深化，一些行之有效的控制方法将无可避免地失去，这将削弱中国维持金融稳定的能力。要在这微妙的发展过程中求取恰如其份的平衡，可谓知易行难。一个策略就是保留大量必要的权力和工具，而金融管理当局在实际运用时要提高透明度、加强问责。面对全球化和国际流动资金充裕，金

融自由化的过程会遇上不少风险，中国必须严阵以待，尽量保留行之有效的金融武器，捍卫金融秩序。

中国的国内外环境错综复杂，要维持金融稳定，对金融管理当局来说，显然是富于挑战的任务。政府要有适当的报酬奖励制度，从金融界吸纳所需人才。这个制度应走向商业化，能自主决定延聘当地和海外雇员的报酬条件。推而广之，这也涉及中国社会主义市场经济下劳工市场的报酬奖励制度。的确，劳工流动已存在于金融规管机构与金融业界之间，但始终不如所求那样以市场为导向。金融人才，特别是高层人员，在公营机构和私营企业之间转职会获优先考虑，但必须得国家批准方可成事，而这样的安排也许会减低规管效率。尽管至目前为止，这种做法并没在监管与规管上造成任何明显的系统性失灵，但随着中国的金融发展走向复杂精密，现行安排可否一如以往般有效已成问号。可取的办法，一是赋予金融管理当局财务上的自主权，二是通过适当的征税安排，从金融业界取得所需的金融财务资源。

一项具体措施是先让中国的央行--中国人民银行(「人行」)率先享有财务上的自主权，容许「人行」保留从发钞所得的利润，以及征收外汇储备管理手续费。假如「人行」所得盈余收入可观，便可用于资助三个监督管理委员会部分预算经费，作为「人行」对维持金融稳定的贡献，从而舒缓三个监督委员会向金融业界征税所带来的影响。

维持金融稳定并不是学术讨论的课题，所以这篇短文没有从学术角度阐述申论。维持金融稳定是艰巨的任务，要比较容易办到的话，我们可以为金融体系中的各方持份者营造文化氛围，时刻提醒他们金融体制的基本作用，在于支持经济活动，而非赚钱发财的场地。许多金融市场实质上是零

和游戏。金融机构、交易商想要交易获利源源不绝，只能凭借胜人一筹的技巧、内幕消息、运气不断，但长远来说，这些都不真实。至于短期，不可持续的利润和红利，令扭曲了的诱因在不知不觉间形成，使许多人浑然忘记自己参与市场的目的，最终做出有损金融稳定的行为。金融体制当要一场文化革命。

* 此中文工作文件为英文版本的译本。如中、英文两个版本有任何不相符之处，应以英文版本为准。