



維持中國的金融穩定

任志剛教授 GBM, GBS, CBE, JP

研究專論第八號

二零一二年四月

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

《維持中國的金融穩定》

(中文譯本)

(本文收入國際貨幣基金出版之

“China: Emerging Challenges to Financial Stability: Some Issues for Policy Makers”)

任志剛教授

中國人民銀行 中國金融學會 執行副會長

香港中文大學全球經濟及金融研究所 傑出研究員

宏觀審慎顧問有限公司 主席

每次論到中國的金融改革，溫家寶總理經常一再強調「漸進、可控、主動」的指導方針。像許多中國領導人的言論，溫總理所提出的理念，隨着時間流逝，變得形同口號，背後重要的中心思想逐漸面目模糊。與此同時，國際上出於政治動機而呼籲中國開放金融體系的聲音不絕於耳，例如要求讓匯率自由浮動、開放資本賬等等。鑑於此，在一切關於中國金融改革的專業討論裏，看來都有必要一再重申這個指導方針。

中國金融改革若然偏離溫總理這個方針，難免要面對金融不穩的危機。從過去二十年間兩次嚴重的金融風暴經驗來看，這種不穩不但傷及發達國家，也足以使新興國家一蹶不振。全球化和流動資金充裕，使金融市場的力量變得相當強大，能對大大小小的開放型經濟體系造成災難性的破壞。只要公共政策稍有絲毫差池，市場力量即以幾近掠奪的力度利用失誤，為所欲為，過後卻辯稱那僅是表現自由市場中的市場規律而已。

自由的金融市場無疑可確保資金有效分配。在中國社會主義市場經濟下，國家在金融上的參與，較諸其他經濟體，特別是成熟的資本主義經濟體，要積極主動得多，而容許市場在金融操作中更多和更自由地參與，是十分明確清晰的。然而，在朝着這一方向進發的過程中，中國需時刻自我提醒有效市場背後的理論假設，也要警覺這些假設可能在現實裏未必恆真。我們反覆觀察到，在金融世界裏，我們不能總是依賴亞當史密斯的「無形之手」，把自私的個人行為轉化為有益於社會的集體成果。在金融的現實場景裏，「無形之手」的作用受制於各方因素，包括資訊問題、羊群行為、市場缺陷如壟斷和寡頭壟斷、市場全球化卻規管本土化、激勵扭曲效應、衍生工具產品，又或本末倒置、貪婪、恐懼、愚蠢、犯罪、槓桿效應、投機泡沫、非理性的亢奮、事物的不確定、操控或掠奪式行為、政策失誤、利益團體的政治影響力等等。

市場具有尋價的重要功能，而金融市場恰恰在這項功能上一而再出現失靈的傾向。貪婪和操控行為往往使金融市場大起大落，其迅猛足以動搖金融機構發展生存的基礎，從而削弱金融體系的穩定。以主要的外匯市場為例，只有 5% 以下的成交量來自實體經濟活動對外匯的需求，如貿易和外國直接投資，其餘 95% 以上源於開盤買賣，它們多以提供流動性而需作市場莊家為名，本質實為投機。市場並沒有為重要的實體經濟活動準確地尋價，反倒造成急劇波動和匯率超調，損害金融的穩定性。任誰都會提出這樣的疑問：那 95% 與實體經濟活動無關的成交量，除了為大量高薪厚祿的外匯交易員提供就業，讓他們為受聘的金融機構賺取（不可持續的）利潤之外，是否非要不可？

因此，中國及其他司法管轄區在改革金融體系的規管架構時，需着力制訂

一些措施，在出於公眾利益的前提下，容許對金融市場力量予以約束，確保金融中介操作的穩定、誠信、多元、高效，使其發揮推動經濟成長和發展的重要作用。以人民幣可兌換性為例，假如以上舉措涉及申請和給予批准，以及為適當監察活動而要求提供資料的機制，中國不應只因其不太符合國際慣例而迴避。金融市場的強大力量曾騎劫市場自由、製造混亂，在金融危機仍未解決的現況下，各地金融改革工作正欲收緊規例來調控金融市場的強大力量，而在自由與規管之間仍有不少尚待探討之地。

中國及其他司法管轄區在金融改革中還要認清另一課題，就是金融中介人謀取最大利潤和紅利的私利，與有效促進資金融通的公眾利益之間存在着根本矛盾。簡單來說，金融中介人的利潤和紅利越高（意味着中介成本越高），金融體系在融通資金的效率就越低，投資者和存戶的回報率低，而集資者則要承擔高昂的資金成本。當然，金融中介人會試圖調控，確切點說，是隱瞞這一矛盾，他們通過滿有創意的安排，製造假象，令投資者在一段時間內，能得到較高的投資回報，同時集資者，包括信用風險差的，都能夠以低成本拿到資金。就提供表面上能提升金融效率的金融創新產品，金融中介人從中得到豐厚的報酬。

要證明金融創新並不提升金融效率殊非易事。以證券化轉移信用風險可提升金融效率，直至它在金融體系中造成腐蝕信貸標準的刺激為止。在這過程中，金融創新產品成為中介成本跨期轉移的工具，把中介成本從將來（成本擴大）轉至現在（成本縮小），造成金融效率提升兼且金融中介人盈利增加的印象，儘管這兩者是互為矛盾的。我們不熟悉的風險在這過程裏逐步形成，影響着金融穩定，並在金融危機中積累，最後無可避免爆發，具體表現為中介成本顯著擴大，投資者損失金錢，集資者無從募資。

目前，中國的金融體系尚未成熟，所以，在採納金融創新手法來提升急需的金融效率之時，需要格外警惕審慎。金融界或會認為，這也不得由官僚以行政手段預先為金融創新劃定界限等各種方法，試圖戰勝市場。可是，在這個連發達市場的金融體系也在拚力回歸基本的年代，中國金融管理當局主動評估與各種創新財務安排相關的風險，確保金融機構以至整個金融體系在引入這些安排之前，落實審慎風險管理的機制，實在無可非議。

對難以理解的金融方案，哪管它們有如何良好的往績、如何合理的理論作為支持的理據，金融管理當局都應果斷否決。當年如果美國的金融管理當局敢於否決次級按揭貸款，堅持證券化的按揭要以保守的貸款／價值比率作抵押借貸，也許能避免目前仍然持續的世紀金融危機。同樣，假如金融管理當局考慮過國情後，認為有些財務安排對促進資金融通的基本作用毫無幫助，即使它們在其他金融體系相當盛行，也不應批准。「其他地方也有」從不是引介創新金融產品的好理由，就是這句話見證了按揭抵押證券（CDO）和信貸違約掉期合約（CDS）對環球金融體系的殺傷力。

關於這點，中國應當留意一個政治現實：金融中介人控制着金錢的流通，同時具有強大的政治游說力量。此現象在中國或許不明顯，但在歐美的發達市場卻顯而易見。這股力量導致發達市場的金融當局缺乏法律體制下的權力和工具，使之無法審慎監管金融機構和規管金融市場的行為。在中國的社會主義市場經濟裏，這方面的問題看來較少。一向以來，中國落實政策的機制效率高超，能迅速達致目標。然而，隨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將無可避免地失去，這將削弱中國維持金融穩定的能力。要在這微妙的發展過程中求取恰如其份的平衡，可謂知易行難。一個策略就是保留大量必要的權力和工具，而金融管理當局在實際運用時要提高透明度、加強問責。面對全球化和國際流動資金充裕，金

融自由化的過程會遇上不少風險，中國必須嚴陣以待，盡量保留行之有效的金融武器，捍衛金融秩序。

中國的國內外環境錯縱複雜，要維持金融穩定，對金融管理當局來說，顯然是富於挑戰的任務。政府要有適當的報酬獎勵制度，從金融界吸納所需人才。這個制度應走向商業化，能自主決定延聘當地和海外僱員的報酬條件。推而廣之，這也涉及中國社會主義市場經濟下勞工市場的報酬獎勵制度。的確，勞工流動已存在於金融規管機構與金融業界之間，但始終不如所求那樣以市場為導向。金融人才，特別是高層人員，在公營機構和私營企業之間轉職會獲優先考慮，但必須得國家批准方可成事，而這樣的安排也許會減低規管效率。儘管至目前為止，這種做法並沒在監管與規管上造成任何明顯的系統性失靈，但隨着中國的金融發展走向複雜精密，現行安排可否一如以往般有效已成問號。可取的辦法，一是賦予金融管理當局財務上的自主權，二是通過適當的徵稅安排，從金融業界取得所需的金融財務資源。

一項具體措施是先讓中國的央行--中國人民銀行(「人行」)率先享有財務上的自主權，容許「人行」保留從發鈔所得的利潤，以及徵收外匯儲備管理手續費。假如「人行」所得盈餘收入可觀，便可用於資助三個監督管理委員會部分預算經費，作為「人行」對維持金融穩定的貢獻，從而舒緩三個監督委員會向金融業界徵稅所帶來的影響。

維持金融穩定並不是學術討論的課題，所以這篇短文沒有從學術角度闡述申論。維持金融穩定是艱巨的任務，要比較容易辦到的話，我們可以為金融體系中的各方持份者營造文化氛圍，時刻提醒他們金融體制的基本作用，在於支持經濟活動，而非賺錢發財的場地。許多金融市場實質上是零

和遊戲。金融機構、交易商想要交易獲利源源不絕，只能憑藉勝人一籌的技巧、內幕消息、運氣不斷，但長遠來說，這些都不真實。至於短期，不可持續的利潤和紅利，令扭曲了的誘因在不知不覺間形成，使許多人渾然忘記自己參與市場的目的，最終做出有損金融穩定的行為。金融體制當要一場文化革命。

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