

# 香港傳真

中信泰富政治暨經濟研究部  
中國稅務雜誌社綜合研究組

No. 2009-5

2009年1月19日

\*\*\*\*\*

## 重新考慮金融監管

索羅斯<sup>1</sup>

我們正處於 30 年代以來最嚴重的金融危機。這危機最為突出的特徵是，它並不是由像石油輸出國組織提高油價等某些外部衝擊引發，而是由金融體系本身造成的。

這體系內固有的缺陷與大多數人所接受的理論衝突。這理論認為，金融市場趨向平衡，而平衡偏離是隨意發生的，或者是由某些市場難以調節的外部突發事件造成的。目前對市場監管採取的策略，就是建立在這理論之上，但是，這危機的嚴重性和震蕩，令人相信金融市場存在根本的缺陷。

我提出另一項理論，即金融市場並不準確地反映基本經濟形勢，它們總是以這種或那種形式提供偏見或者扭曲情況。更為重

---

<sup>1</sup> 索羅斯：〈重新思考金融監管〉，香港《信報》2009年1月7日，第16頁。

要的是，市場參與者持有以及市場價格表達的扭曲觀點，會在某些情況下影響所謂的基本面，而市場價格本應反映這些基本面。

## 金融市場傾向製造泡沫

我把市場價格和基本面現實之間這雙向循環聯繫（Two-way circular connection）稱為“自反性”（Reflexivity）。我承認，金融市場總是具有自反性，而且，有時會大大偏離所謂的平衡。換句話說，金融市場傾向於製造泡沫。

當前的危機起源於次貸市場。美國房地產泡沫破裂成為引爆器，炸破了一個更大的超級泡沫。這超級泡沫從 80 年代開始形成，當時市場原教旨主義成為統領一切的信仰。這信仰引發放鬆監管、全球化以及金融創新。人們當時錯誤地假定市場總是趨向於平衡。

現在這鏡花水月破滅了。隨著雷曼兄弟公司去年 9 月份破產，不可思議的事情在去年發生了，也就是金融體系“心跳停止”，隨後馬上進行“人工呼吸”。發達國家當局實際上保證不會再讓其他主要機構破產。

## 將泡沫限在可容忍範圍

但是，處於全球金融體系邊緣的國家，無法提供同樣信服的保證，這就加速了資本從東歐、亞洲及拉丁美洲逃離。所有的貨幣兌美元和日圓貶值，基本商品價格一落千丈，新興市場國家的利率一路攀升。挽救國際金融體系的競賽還在進行之中。即使挽救成功，消費者、投資者以及工商企業都在承受一場痛苦經歷，其全部影響還未感覺到。嚴重的衰退不可避免，經濟蕭條的可能

也不能排除。那麼，我們應該如何是好？

由於金融市場趨於製造資產泡沫，監管當局必須承擔責任防止泡沫過渡。直到目前，金融當局明確拒絕承擔這一責任。

當然，防止泡沫行成是不可能的。但是，把這些泡沫局限在可以容忍的範圍內還是可能的。僅僅通過控制貨幣供應是無法做到這一點。監管當局必須同時考慮信貸情況，因為貨幣和信貸二者並不亦步亦趨。市場存在情緒和偏見，這點是需要對應。為了有別於貨幣而控制信貸就必須使用其他工具，或者更為確切而言，重新啟用其他工具。這些工具在 50 和 60 年代使用過。我指的是不同的保證金，要求以及銀行最低資本儲備金。

當今複雜的金融工程不可能計算保證金和資本儲備金，這是極為困難。因此，新的金融產品必須在出售以前經有關當局登記並批准。

對應市場情緒需要判斷力，而由於監管者也是人，所以他們也會出錯。但是，他們具有從市場獲取回饋的優勢，這會讓他們糾正錯誤。如果緊縮保證金和最低資本儲備金並不能解決泡沫，那麼，監管者就可以進一步緊縮。但是，這進程並不簡單，因為市場也會出錯。尋求最優化平衡是一個永不停息的過程，充滿了試驗和失誤。

監管當局和市場參與者之間的這貓捉老鼠遊戲已經在進行，但是，真正性質還沒有得到承認。美聯儲局前任主席格林斯平擅長於含混不清的講話，他不僅不承認其所為，反而假裝說他只是冷眼旁觀者。這就是資產泡沫在其任期內如此膨脹的原因。

由於金融市場遍及全球，因此，監管也必須具有國際範圍。在當前形勢下，國際貨幣基金組織有了新的使命，也就是保護邊緣國家不受來自美國的風暴所影響。

美國消費者不再是世界經濟的火車頭了。為了避免全球蕭條，其他國家必須也要刺激國內經濟。但是，沒有鉅額出口盈餘的邊緣國家並沒有實力實行反周期的政策。這要由國際貨幣基金組織（IMF）尋找途徑為反周期財政赤字提供資金。一部分可以通過向國家財富基金招募，一部分通過發行特別提款權（Special drawing rights）來做到。這樣，那些可以給財政赤字提供資金的富國，就可以向那些不能提供資金的窮國讓步。

為了讓全球金融體系存活下去，國際監管必須加強。同時，我們必須警惕過猶不及。市場並不是十全十美，但是監管更是如此。監管者不僅是人，而且，他們有官僚作風，並且受制於政治影響。監管應該保持在最低水平，足以維持穩定即可。

## 保爾森：由失衡引發的危機

Krishna Guha<sup>2</sup>

即將離任的美國財政部長保爾森對《金融時報》說，通過拉低全球利率和驅使投資者投資風險較高的資產，全球經濟失衡促成了信用危機。

在告別採訪中，保爾森稱造成危機的部分原因是，由於在應對崛起的新興市場對全球金融體系的改變上，沒有達成一個集體

---

<sup>2</sup> 編者註：2009年1月1日，《金融時報》網絡版發表採訪美國財長，即將卸任的保爾森認為美國金融危機與中國和產油國儲蓄迅猛增加有關（<http://www.ft.com/cms/s/0/ff671f66-d838-11dd-bcc0-000077b07658.html>）。中信泰富政治暨經濟研究部張幸仔翻譯。

的共識。由於不同國家對儲蓄和投資的偏好不同而引起的這些失衡現象，都反映在世界各地龐大的經常賬戶赤字和盈餘中。

美國財政部長說，在危機醞釀的若干年中，來自於中國和石油出口國等快速增長的新興國家的鉅額儲蓄 — 在一個低通貨膨脹率以及貿易和資本流動蓬勃發展的年代 — 導致了收益下調的壓力及信用風險無處不在。

他說，這就播下信貸泡沫的種子，其影響遠遠超過美國的次級貸款市場，現在泡沫破滅在世界範圍內引發具有毀滅性的後果。

“過度的泡沫……其形成經歷了一個漫長的時期，（伴隨著）投資者尋求利益和錯誤評估風險，”保爾森稱。“這可能有幾種不同的形式。對於一些歐洲銀行而言，是投資東歐。西班牙和英國同美國一樣，房地產泡沫最大。日本的銀行則繼續投資於股票。”

這種說法 — 已經有一些經濟學家預測到了而且美國聯邦儲備委員會主席伯南克基本上贊同 — 表明，危機的根源不能簡單歸於金融體系的失靈。

它還意味著，在未來避免危機將需要全球宏觀經濟的合作以及更好的金融監管和風險管理。

## Paulson says crisis sown by imbalance

Krishna Guha

Global economic imbalances helped to foster the credit crisis by pushing down global interest rates and driving investors towards riskier assets, outgoing US Treasury Secretary Hank Paulson told the Financial Times.

In a valedictory interview, Mr Paulson cast the crisis as partly the result of a collective failure to come to terms with the way the rise of emerging markets was reshaping the global financial system. These imbalances – arising from differences in the inclinations of different nations to save and invest – are reflected in large current account deficits and surpluses around the world.

The US Treasury Secretary said that in the years leading up to the crisis, super-abundant savings from fast-growing emerging nations such as China and oil exporters – at a time of low inflation and booming trade and capital flows – put downward pressure on yields and risk spreads everywhere.

This, he said, laid the seeds of a global credit bubble that extended far beyond the US sub-prime mortgage market and has now burst with devastating consequences worldwide.

“Excesses . . . built up for a long time, [with] investors looking for yield, mis-pricing risk,” he said. “It could take different forms. For some of the European banks it was eastern Europe. Spain and the UK were much more like the US with housing being the biggest bubble. With Japan it may be banks continuing to invest in equities.”

This argument – already advanced by a number of economists and largely endorsed by Federal Reserve chairman Ben Bernanke – suggests that the roots of the crisis do not simply lie in failures within the financial system.

It also implies that avoiding crises in future will require global macroeconomic co-operation as well as better financial regulation and risk-management.