



中国发展研究基金会

研究参考

第 22 号 (总 144 号)

2012 年 10 月 30 日

构建 21 世纪金融体系：金融监管与金融创新

内容摘要：2012 年 9 月 14 日至 16 日，中国发展研究基金会与美国哈佛大学法学院国际金融体系中心共同举办的第九届“构建 21 世纪金融体系”中美研讨会（简称研讨会）在北京举行。来自中美两国金融界的一百六十余位官员、学者和企业家出席了此次研讨会，就两国金融业的发展和改革等方面的问题进行了深度交流。本文为香港证监会前主席、中国银监会首席顾问、香港经纶国际经济研究院主席沈联涛先生在本届研讨会的主题演讲，供参考。

关键词：金融；监管；创新

构建 21 世纪金融体系：金融监管与金融创新

沈联涛¹

本次会议的主题“构建 21 世纪的金融体系”实际也是经纶国际经济研究院的主要研究课题之一。梁定邦、史美伦与我是最早一批受邀进入中国政府体系工作的外部人士，我们这才认识到中国远比我们以为的要复杂得多，而要向外国人解释这些则是难上加难。丘吉尔有句名言：“英国人与美国人之间的鸿沟是英语。”同样的，我们这些说着中文的人发现要了解中国实非易事，除非你了解它悠久的历史、复杂的文化、包括所使用语言与语法的细微差别。

作为香港证券及期货事务监察委员会前任主席，我曾非常推崇哈佛大学马尔科姆·斯帕若（Malcolm Sparrow）教授关于监管的格言：“挑重要问题，解决这些问题，并告诉大家”。来中国工作后，我学会了用毛主席的名言概括中国式的监管，“确认主要矛盾，了解主要矛盾，解决主要矛盾”。

为什么全球层面的监管和国家层面的监管相互矛盾呢？我们谈论着全球经济失衡，而这些失衡从根本上是利益与风险的主要矛盾。如会议报告人已指出的需要实现市场效率与市场稳定、金融监管与金融创新、原则性监管与法规性监管之间的平衡。这些矛盾更多的是要在政治范畴内进行权衡，而不是单纯的技术性与专业性问题。

前不久英国央行行长默文·金对全球金融市场的内在矛盾做了最好的诠释：“金融业生于世界，亡于国家。”意思是监管执行主要是在国家层面，而金融机构早已跨出国门将世界作为自己的主市场，然而他们若失败了，损失则往往由国家来买单。这些国家监管机构没有意识到，国内的银行有大量的杠杆资产是记录在资产负债表的脚注中和离岸的专门用于避税的投资工具。如果没有某种强制性遵守的全球监管架构，他们无法处理此类问题。

由于产品和机构太复杂以致难于理解、管理与监管，导致监管体系也变得越来越复杂，市场违规行为上升。事实上，当事情变得太复

¹ 沈联涛：香港经纶国际经济研究院主席、中国银监会首席顾问、香港证监会前主席。本文仅代表作者个人观点，并非经纬国际经济研究院的观点。

杂，危机通过熊彼特式的“创造性破坏”循环将其简化。这也是 1997 年亚洲金融危机时亚洲的遭遇。

大家普遍认为引发所有金融危机（包括最近发生的危机）的主因是由于过度杠杆化融资导致的过度消费。而全球失衡则是由于过度规制和执法不足。这曾是对亚洲金融危机之前亚洲金融监管的批判，但是现在似乎也成为发达金融市场的趋势。对监管最好的执行是以简易的、便于执行与遵守的规则进行严厉的执法。而现今的解决方案和改革则是在复杂之上愈加复杂²。新的条例规则难于理解，执行成本高，目前尚不清楚其能否减少系统性风险。

现今银行融资的问题是它不为实体经济服务。谁是真正的祸端？我个人的看法是，全球金融监管机构和政策制定者太过于相信自由市场理论。我也曾认为，与微观的监管相比，市场竞争更能创造优异的业绩。在 20 世纪 80 年代，开放价格竞争是监管政策减少息差及证券佣金价格的结果。当银行和证券公司作为中间人不能挣钱时，他们通过衍生工具的杠杆作用转而扩大他们的资产负债表，为了自己的利益承担者进行巨大的杠杆作用和系统性风险自营交易。后金融危机时期，发达国家金融市场集中度更高，而未来他们进入亚洲市场将带来更多的竞争。

需要做什么？

这取决于设定监管框架的理念。在西方，顺序应是先监管后发展。西方的基本法律框架是普通法，由宪法与行政法进行增补，通过立法对相关法律与监管进行改变。但在中国，这个过程是逆向的，因为在实践中，中国允许发展第一，然后才对应地在法律及法规规定方面进行改变。

导致这些差异主要有两个最根本的原因。在西方国家，普通法是一个成熟的市场经济的基础，拥有强大而成熟的机构。因此，改革一般出现在法律变化之后，如“多德-弗兰克”法案。然而，后危机时代的立法变化已经变得有争议性，如芝加哥法律与经济学教授理查德·波斯纳建议，法律改革发生在金融危机调查委员会对危机的成因进行充

² 详见 2012 年 8 月英国央行杰克逊霍尔会议上安德鲁·霍尔丹的《狗和飞盘》一文。
www.bankofengland.gov.uk

分分析之前。事实上，波斯纳提出这场危机本可通过进行更严厉的法
规执行来避免发生，而不是在危机过后进行更严厉的规制来解决。

中国的情形是由于市场的机构和立法还很不成熟不发达，在使用
西方的法律途径时有很大的保留。用西方的方式在中国会有三个难
题。

第一，由于市场本身的发展速度非常快，没有规则可以全程适用，
因此，中国人会使用行政性指导意见来考察其是否适用，当市场行为
呈现趋稳的态势时将这些指导意见升级为法律。

第二，如何为一个未知的未来去定规则，尤其是之前从未有过一
个规模 13 亿人口的国家从计划经济体制向市场体制转变的先例？从
最近的中国的改革获得的经验是：一抓就死、一放就乱。

第三，当西方除了“买者自负”外基本没有此类规则的时候你如何
去制定金融创新方面的规则？中国的金融机构仍然在学习和模仿西
方的商业模式，而在客户服务方面的应有流程和原则以及客户的适用
性方面仍然还不够成熟。

请容我说明对待金融创新与金融监管之间平衡与矛盾的不同方
法。在本次研讨会中，金融期货之父梅拉梅德先生做了非常精彩的演
讲“创新、适应或淘汰”。也许你仍记得著名的美联储前主席保罗·沃
尔克（Paul Volcker）的一句经典名言“过去的 30 年里最佳金融创新
是 ATM 机”。

技术创新给金融行业带来了巨大的变化，目前中国移动是中国最
大的网络与潜在的支付系统，通过新的支付和信贷申请，它能给中资
银行带来更激烈的竞争。

中国监管机构正在努力实现如何在促进创新的同时保持稳定。进
行金融创新的第一名言是，“买方谨慎，卖方负责。”这是唯一可以
促使中资银行认识到他们对客户的适用性负有责任，也即是产品必须
适合买家。

允许我来说明中西方在处理未知问题的两难局面。对待创新，盎
格鲁-撒克逊的方式是不要害怕改变，因为新古典范例就是一种恢复到
平衡和稳定的理想。由于中国（有时动荡的）历史，中国当局则更加
谨慎，更愿意“摸着石头过河”。实际上这意味着要严谨而有条不紊通

过实验、体验、分享与合作向前进，只有确定未来的踏脚石是牢靠的时候，他们才会进一步吸取经验教训，将实验扩大至全国。用西方术语，中国式的“摸着石头过河”并不是随机的，在混乱中其实是有方法的。

中西方在金融改革上的根本理念差别在于金融必须有助于实体经济，而金融创新性的实验需要不断满足实体经济部门的需求。当由房地产引发的近 1500 亿美元的次贷危机逐渐升级至需要调用高达 14 万亿美元即相当于全球国内生产总值四分之一³的资金进行支持与担保的全球性财政救助时，这种基本理念上的分歧就愈加清晰。

构建 21 世纪的金融体系

构建 21 世纪金融体系的重大挑战是如何引导金融为实体经济服务。

金融业是一种服务行业，之所以重要是因为它是公共储蓄的托管人，是对实体经济部门用户的信贷分配者。经纶国际经济研究院曾做过一个项目是研究目前发达国家银行的利润从何而来。在 20 世纪 80 年代，银行的主要盈利中心曾经是贸易融资、兼并与收购以及企业信贷。而现在，在巴塞尔协议 III 的规定下，由贸易融资产生的净资产收益率（ROE）低于 5%，与此相反，通过股票和外汇自营交易产生的净资产收益率在 15%和 25%之间。很显然，银行将继续进行自营交易，而目前的巴塞尔协议 III 改革并没有解决导致系统不稳定的激励问题。

中资银行与金融机构如今意识到他们需要新的增长与盈利模式，尤其当利率的盈利空间因更激烈的竞争而倍受挤压。在既实现经济效益、增加市场准入机会又维护金融行业稳定的问题上，产业界与监管机构之间进行有效沟通对话非常重要，而这种对话在国外仍富有争议性。

中美之间在很多问题上的对话都是非常必要的。双方在财富、环境和人的发展这些基本目标上是一致的，都需要实现社会的包容、环境的可持续以及经济的增长与盈利。两国都有着高度复杂的经济体

³ 详见《金融危机调查报告（2011 年）》，载于斯坦福大学网站。

系、深刻的社会与文化差异，通过对话相互沟通与交流有助于促进相互理解朝着双方共同谋求的世界稳定，特别是金融的稳定前进，这也是我们今天讨论的主题。

（中国发展研究基金会 雷颖 翻译整理）

地 址： 北京市东城区安定门外大街 136 号皇城国际中心 A 座 15 层
电 话： (010) 64255855 邮 编： 100011
传 真： (010) 84080850 网 址： www.cdrf.org.cn
责任编辑： 任晶晶 电子邮箱： renjj@cdrf.org.cn
