

中國內地金融市場如何發展成為可靠的投資渠道

中國內地從中央計劃經濟轉向市場主導經濟的模式，已走了一段長遠的路。透過改進法制、基建、監管制度，並提高參與人士知識和素質水平，中國內地金融市場將可茁壯成長，成為可靠的投資渠道。鑑於中國內地和香港金融聯繫密切無間，香港將可在協助內地金融發展上發揮重要作用。

引言

中國內地從中央計劃經濟轉向市場主導經濟的模式，已走了一段長遠的路。中央政府採取果敢的政策，將銀行推向商業化，股票和債券市場亦從無到有建設起來。改革路途當然不會平坦，障礙在所難免。由於中國內地正經歷着十分急速的基本變化，外人往往難以充分掌握最新形勢或新政策出台的影響。我打算在這段有限的時間裏談談我對中國如何能強化金融市場穩健性和效率的看法。

市場發展四大要素

對中國或任何地方的金融市場來說，要發展成熟可靠的投資設施總離不開四大條件，這些條件可以英文字母「LIPS」縮略代表。「L」代表法律制度(Legal Framework)；「I」代表金融市場基建(Infrastructure of Financial Markets)；「P」代表參與人士和產品(People and Products)；「S」代表監管制度(Supervisory Framework)。

法律制度

適當法律制度對任何金融市場有效運作的重要，實在無需多作介紹。如果沒有清晰明確的法律保障，確保金融合同和活動依約執行，金融市場便不能為儲蓄和投資發揮可靠的中介機制作用(Intermediation)。中國內地法律制度的發展已有了重大的進展。過去幾年，《公司法》、《破產法》和《商業銀行法》陸續頒布，為商業和金融交易提供基本的法律基建。待至《證券法》頒布後，法律架構將進一步加強。

穩健的法律架構當然不是單靠通過幾條法律便能建立起來。參考甚至從較成熟的市場照樣搬來一套法律，相對來說頗為容易，但沒有足夠的法律專業人才和獨立的司法部門作為支柱，有法也用處不大。資料顯示中國內地執業律師為數僅10萬多，即全國每13,000人只有一位律師，遠比發達國家的比率为低。在香港，每1,200人便有一位執業律師，這個比率比中國內地高10倍。現時中國內地律師人數明顯地不足以應付金融市場越趨成熟和急速發展的需要。此外，堅決貫徹執行法律，確保不受政治干擾，亦是建立清晰明確和具有公信力的法律程序不可缺少的一環。

基礎設施

在發展中經濟體系頗為常見的現象，就是當局制定政策時往往偏重或優先建設實物基建而忽略市場基建。這一點不難理解，沒有電廠、公路、機場等有形基建，當然無法達到定下的經濟增長指標。但是市場基建如證券和外匯市場所需的穩健結算交收系統等，亦同樣是金融市場正常運作的必要條件，這卻不是人人都可以明白。更惡劣的是，人們並不充分理解到，沒有正常運作的金融市場，經濟增長將無法長期維持。

在各項市場基建中，支付結算系統 (Payment and Settlement Systems) 尤其重要。支付結算系統就像家裏的供水排污管道一樣，人們看不見也不去想及它們，就視它們的存在為理所當然的。直至出了毛病時，才會想起它的重要。香港銀行同業支付系統每日平均結算金額達540億美元，每年結算總額差不多相當於香港本地生產總值的80倍。支付結算系統涉及的風險可以非常大，因此必須建立穩健的機制，減少結算和有關風險。在這方面，中國內地正採取適當措施改進現有的支付基建，全新的採取即時支付結算模式 (Real Time Gross Settlement) 運作的銀行同業大額支付系統，預計在1999年啟用。屆時在這個銀行同業即時支付結算系統的基礎上，中國內地便可為證券交易引入更穩健的貨銀兩訖結算交收服務。貨銀兩訖 (Delivery versus Payment) 的結算交收服務有助市場人士管理風險，在先進的市場早已成為市場人士不可缺少的條件。

要在中國內地發展成熟的債券市場仍需要另一項市場基建 — 可靠的基準收益率曲線 (Benchmark Yield Curve)。制定了人民幣基準收益率曲線，人民幣債券和其他不同期限的利率衍生工具便有了定價參考。在發展最成熟的市場，基準收益率曲線是根據國庫券的收益率來制定，而這些國庫券通常是本地債券市場一個主要甚至最大的組成部分。但中國內地國債市場存在多種問題。財政

部在1996年通過了新的發債程序，發行2年和3年期國債均透過競投方式進行。國債不再以行政分配手段出售，這是正確的做法。但在這種市場主導模式下，國債收益率卻比商業銀行2年定期存款息率高出約200基點¹。這種現象實在有點反常，因為國債附帶的是政府風險，流通性亦高，收益率應該較無流通性的商業銀行定期存款為低。

造成這種異常現象的原因有很多，但市場基建不足顯然是一項主要因素。任何債券市場若要有效運作，必須設立有效的第一和第二市場機制，方便交易商分銷債券和進行買賣。此外，還要設立安全有效的託管、結算和交收系統，不但降低市場人士所付的交易成本，亦能減少投資者承擔的風險，有助市場維持穩定。大家可能都會記得，1995年和1996年間，中國國債回購市場出現問題，部分原因是一些金融中介機構擅自挪用客戶的國債，甚至手上無債卻訛稱有債進行回購交易，然後利用所得現金從事市場內高度投機的活動。如果當時已設立一個穩健的託管和結算系統，證券和資金的交接轉移將會受到更嚴密的規則管轄，相信可以及早發覺甚至完全避免上述的情況。國債回購交易在美國等成熟的金融市場佔有重要地位，流動性亦高；但如果沒有完善的市場基建配合，就算像國債回購這樣普遍又安全的投資工具，亦會變成危害市場穩定的大害。

參與人士和產品

正如較早提過，法律制度和金融制度的設計或結構如何精密完善，仍須有適當的市場人士參與運作，這些制度才能發揮應有效用。提高參與人士的知識和素質，是一項長期和持續的工作。培育在法律、會計、審計、商業、投資銀行等專業合資格和富有經驗的人才，將需要頗長的時間。教育制度必須加速發展才能配合金融市場迅速發展的需求，這方面的挑戰是頗艱鉅的。此外，人們的市場經驗、見識和成熟程度都有待時間才能累積起來。除了專業人士，市場還急需加強金融市場投資者的認識。中國內地許多投資者對金融市場如何運作和涉及的風險都不大了解，他們受到表面上高回報的吸引，往往忽略評估風險的需要，到了最後因某種原因而使他們的投資盡付流水。大部分投資者似乎都要吃虧才能汲取一點教訓，但政府仍可以盡量向個人投資者等灌輸多一點關於金融投資風險與回報的知識，使他們能有較平衡和中肯的看法。

1 以1997年5月發行的3年期國債為例，其於1998年4月2日買賣的收益率為8.23厘；當日2年和3年期定期存款息率分別為5.58厘和6.21厘。國債期限越長，兩者息差便越小。例如，在1998年4月2日的買賣中，1996年11月發行的7年期國債收益率為7.67厘；當日5年期定期存款息率為6.66厘。

對於中國內地投資者來說，可供他們選擇的金融投資工具實在不多，反映中國金融市場仍未成熟。國內儲蓄率極高，投資門徑卻相當有限。把儲蓄放在銀行裏無疑是個極為穩妥的投資選擇，但人們將越來越不甘願只將資金存入銀行帳戶內。中國內地有需要同時發展貨幣和資本市場，為機構以至個人層面的投資者提供較多類型的金融產品服務。發展單位信託 (Unit Trust) 市場肯定是正確的方向，原因是單位信託具有規模經濟效益和分散風險的優點，而這些都是個人小戶投資者不能享受到的。在這方面，仍要確保參與這類金融產品的推廣、買賣和監管的人士必須擁有適當的專業技術和操守，這些產品才可成為安全可靠的投資工具。

監管制度

我深信中國內地必須加強監管制度才可使金融市場達到安全可靠的標準。在這方面，監管當局所面對的工作和挑戰是非常艱鉅的。中國內地監管制度正處於一個急速變化和改革的時期；銀行體系和利率市場邁向商業化所涉及的新技術和運作模式，都是當局過去監管經驗中前所未見的。隨着金融市場的開放，新金融產品 (特別是衍生工具) 陸續面世。待至適當時候資本帳限制亦被放寬，金融市場將面對海外更大挑戰，推出的新產品將會更多。屆時監管當局必須努力不懈才可與時並進，掌握最新形勢。

有效的監管制度與以上我說過法律制度的情況相近，應該同樣具有幾項要素。首先，監管制度應該清晰明確。當局應頒布完備和高度透明的條例，規定受監管者必須依照國際標準披露足夠的資料。此外，監管制度應該貫徹執行，使市場人士能預知違規的後果。監管制度亦應能得到市場信賴，在執行監管法規上，不同市場人士應有公正平等的對待。監管當局的工作亦應按照綜合模式進行，以能對從事廣泛系列金融活動的金融集團作出全面監管。

有關中國內地應該強化其監管能力的建議，我已不只一次提出過。但我希望在此特別指出，由於道德風險 (Moral Hazard) 的問題，中國實在必須加強監管能力。「道德風險」問題的產生，是由於主要金融中介機構 — 例如商業銀行、信託公司、證券商 — 大多由中央政府或省級政府機關直接或間接擁有。這些中介機構即使沒有國家明確保證 (有的也寥寥可數)，但國內甚至海外的投資者和存戶卻普遍相信一旦它們發生財政困難國家便會出力拯救，因此至少存戶、投資者和債權人的利益都會受到保障。基於這種誤解，投資者在作出投資

決定前的警覺便大大降低，只憑最高收益率或回報作為首選的投資對象，因而未能適當顧及當中所涉及的風險。金融中介機構和企業為求努力搏取理想利潤，滿足存戶或投資者，便甘願進行更高風險的投資，這樣反而影響它們所持的資產素質。

不少經濟學家如克魯明 (Paul Krugman) 等已提出，大家可從近期亞洲金融風險汲取的其中一個主要教訓，就是如果銀行監管不足，加上人們誤以為銀行得到國家照顧擔保，存戶和投資者便會無視於金融機構的基本財政問題或可能涉及的風險，因而甘心借出積蓄或參與投資，這樣金融災難遲早來臨。同時，金融中介機構為求爭逐較高利潤亦會更積極進行高風險投資。正如我們在一些亞洲經濟體系所見，這種情況造成的後果可能相當嚴重。中國內地方面，有些認為就從國債收益率高於銀行存款來看，已可知道國有商業銀行在群眾心目中的信貸評價即使不高過財政部，亦可與之媲美。還有許多其他金融機構和企業，基於與政府關係密切，容易造成人們以為它們都得到國家擔保的印象。

應該強調一點，就是道德風險的問題並不是中國內地特有的現象。這個問題的典型例子，是80年代美國儲蓄貸款機構 (Savings and Loan Associations) 出現的一場災難性風潮。當時存戶在這些儲蓄貸款機構內的存款，均由一項全國保險安排明文擔保，聯邦政府亦暗示提供保障，因此存戶根本沒甚麼判別這些機構信貸水平是否良好的意識，儲蓄貸款機構亦受此鼓勵而進行過大風險的投資，最後還是要美國的納稅人動用2,000億美元去拯救這些機構。

日後中國內地撤消資本帳交易限制後，因為金融中介機構 (Financial Intermediaries) 國有制而引起的道德風險問題可能更為嚴重。海外投資者對中國經濟增長快、投資回報多抱着極為樂觀的態度，對中國內地前來求貸的金融機構和企業每多有求必應。由於資料公開程度不足，會計準則亦有分別，投資者要仔細分析風險和回報實在並不容易，這樣外資很自然會流入一些被認為已得到政府保證的金融中介機構，容易形成輕率放貸和投資的行為，造成資產市場泡沫或生產力早已過剩的經濟行業出現過度投資。假使外資仍源源不絕流入，這方面的問題或可暫時隱蔽，但從近期的亞洲金融風暴中可見，投資者一旦醒覺形勢不能維持下去的話，便會立即撤走資金，造成極大損害。

要克服道德風險的問題並不容易，原因是要國家出面警告投資者，表示它們不會拯救出了事的國有金融中介機構，這是既不適當亦不足夠的做法。除非真的出現國有金融中介機構倒閉而國家堅決坐視不理的實際例子，否則投資者或存戶聽了這類警告亦可能不會怎樣認真對待。可是，作為監管機構卻無論如何都不希望發生這種情況，一個對付道德風險問題的較有效方法，就是積極認真地執行監管工作，確保金融機構經營業務不會冒過大的險。此外，當局亦應該盡力提高金融機構的資料透明度；金融機構能夠公開足夠的財務資料，將可確保存戶和投資大眾掌握充分資料。透過這種嚴謹的模式，便可防範出現金融機構承擔過大風險的情況。

香港在中國內地金融市場發展上的作用

現在讓我談談香港在中國內地金融市場發展上所扮演的角色。中國內地改革開放以來，香港一直擔當引入外來投資的重要渠道。我們不但負責中轉(Channel)來自香港本身的投資，同時亦幫助吸引來自亞洲地區以至全球各地的資金進入內地。由於香港在這個資金中介過程中具有超卓的條件，各種形形色色的投資，由外商直接投資、銀團式銀行貸款，以至發行債券和股票上市等，均透過銀行和證券市場流入中國內地。以國有企業在港上市為例，現時共有40家國企以「H股」形式在香港聯合交易所掛牌買賣。1993年以來，共有76.2億美元資金在香港透過全球配售和公開認購方式成功籌集。

國際資金較願意經香港投資中國內地，這是因為香港為資金提供一個安全可靠渠道。除了資本帳限制的問題，中國內地金融市場發展的成熟程度尚未能令海外投資者感到安心。值得一提的是，國企在香港上市不但可藉此籌集海外資金，亦基於香港遵行有關會計和資料披露國際標準的關係，國企亦須符合香港所有上市規則，因而有助加強企業本身的管理水平。

香港在金融業發展和監管上累積不少經驗，可在協助中國內地加強法律制度、市場基建、人才產品和監管制度四大方面發揮重要作用。在法律制度方面，香港可提供草擬金融法律的經驗和顧問意見，以配合陸續出現形形色色的市場活動。事實上，中國內地起草《中央銀行法》和《商業銀行法》時，金管局也曾提供意見。在市場基建方面，金管局亦已提供有關銀行同業支付系統和債券結算、交收和託管安排等的技術協助。鑑於香港和中國內地金融關係密切，我們正在積極探討合作發展市場基建的機會。例如，待至中國內地推行即時支付結

算系統，我們將會把人民幣和港元支付系統進行聯網，實行外匯交易同步交收 (Paymet versus Payment) 的服務。至於人才和監管制度，我們亦與中國內地當局交換有關市場開發和監管事務的意見，以協助提高中國內地市場人士和監管人員的技術和專業知識。

香港作為資金通往中國內地的中轉站，以及推動中國內地金融發展的中心，在中國經濟增長上發揮了關鍵的作用。與此同時，香港亦因此而獲益不少，這從香港金融服務行業發展迅速可見一斑。我深信中國內地金融市場的進一步開放和深化發展，不但繼續惠及中國內地本身，連帶香港亦將獲益不少。