

2008 年亞洲證券論壇
亞洲紀元 — 次按危機後亞太區的挑戰和機遇
“從監管角度出發”

方正
主席

2008 年 9 月 5 日

這個早上，我很高興能夠與大家一起參加這次盛會，與來自亞洲不同地區的證券經紀和市場參與者共聚一堂。希望各位來自外地的嘉賓享受在香港逗留的時間，我亦感謝香港證券經紀業協會及其會員主辦今次論壇，讓眾多業內人士可以互相交流，分享經驗。

今年，第十三屆亞洲證券論壇的主題是“亞洲紀元 — 次按危機後亞太區的挑戰和機遇”，當中三個討論小組環節將會探討風險管理、亞洲的機遇及市場架構這些課題，而我會與大家從監管角度分析當前的種種挑戰，但在此之前，我想先談談亞洲的發展歷程及次按危機對亞洲的影響。

亞洲的發展歷程

亞洲今天的成功全賴多個因素配合，包括亞洲人擁有勤奮堅毅的特質，加上各個亞洲市場以務實的態度為長遠的繁榮興盛推行穩健的政策，同時不斷追求革新，而市場開放和全球化也帶來了不少機遇。

亞洲冒起成為一股經濟力量的進程，始於日本在 1960 年代的成功發展策略，香港、新加坡、南韓和台灣在 1970 年代急速增長，亦鞏固了亞洲的發展基礎；緊隨其後是東南亞經濟體系的發展，而中國和印度自 1990 年代末亦相繼崛起，愈見有實力成為經濟大國。近年，越南亦朝著同一方向邁進。

表現突出的東亞經濟體系曾被世界銀行形容為“亞洲奇蹟”，更有人在千禧年伊始將二十一世紀形容為亞洲紀元。然而，整個發展進程也非風平浪靜。

超過十年前，1997 年的亞洲金融危機使我們知道，經濟體系如缺乏可持續的經濟及金融政策，將要在金融市場上遭到非常嚴峻的考驗。經歷這場風暴後令人欣慰的，是亞洲大部分國家都有機會重建本身的經濟體系和金融系統，從而建立起更穩固的基礎，使亞洲去年在次按危機波及全球的惡劣環境下，仍能夠經得起種種震盪。



次按危機對亞洲的影響

次按危機的影響深遠，且蔓延迅速。這是踏入二十一世紀首個出現的金融危機，不論在影響程度、範圍及解決難度方面都是前所未見的。舉例說，美國和英國在政策上的即時回應是採取一些特殊的措施，而她們為著強化金融體系所制訂的長遠解決方案，可能會對監管架構產生深遠的影響。

最初，亞洲經濟體系被普遍認為跟先進經濟體系“分道揚鑣”，故不會受到影響。一年過去，這個“分道揚鑣”的看法受到質疑，因亞洲的外向型經濟的最終客戶依然是其他較先進的經濟體系，所以亞洲能否獨善其身，將視乎美國及歐洲的經濟轉弱至甚麼程度及歷時多久，以及各亞洲經濟體系將採取甚麼政策來面對新挑戰。

那麼，亞洲世紀的前景將會怎樣？“危機”一詞包含兩個概念：危險和機會。我將次按危機視為難得的學習機會。次按危機令亞洲上了寶貴的一課，及時提醒我們金融市場穩定並非必然，不知節制的後果堪虞。

全球在利好的環境中經歷為時不短的強勁增長後，現正好休養生息，事實上有不少人之前早已認為如此急速的增長根本難以長久維持。亞洲應借此機會汲取經驗，進一步鞏固金融基礎設施和經濟體系，才能在全球經濟從今次衰退中全面復蘇過來時仍然保持競爭力，貫徹亞洲紀元的稱譽。

市場與危機——回到基本概念

當前的危機是本世紀的首個考驗，但不會是最後一個危機。回顧過去，不同時段都出現過金融危機。這不是因為沒有汲取教訓或沒有採取措施糾正錯誤所致，而是由於以為在危機過後作出改善，金融系統便會遠比以往更加穩健、抗逆力更強和更有效率，於是便漸漸產生自滿的心態。

這些改善包括作出金融創新或開放措施，使新市場或更有效管理風險的產品和工具得以開發。在這個無論效率、競爭力和盈利能力都有所提升的環境中，很容易產生不真實的安全感，以為今次系統不會再遭同一命運。市場參與者有了這種想法，對風險便有所鬆懈，降低戒備。

次按危機正是一個例子。市場相信經過金融創新，金融機構有能力以較低成本承受更高及更多的風險，並在整個系統內將風險廣泛地分散開去。以新經濟體系掛帥的科網股熱潮令不少投資者盲目追捧概念股，忽略了公司收入和盈利等基本因素，便是另一個例子。

經驗告訴我們，在順境中樂觀情緒很容易互相感染，以致平常的判斷力下降，不少人更相信美好的日子將一直延續下去。可是，最終某天傳出負面消息，或市場重新評估風險，觸發氣氛逆轉，市場應聲下跌，投資者信心隨之受到打擊，瀰漫悲觀情緒。



市場也常存在羊群心態。投資者和市場參與者往往蜂湧入市，唯恐錯失任何賺錢機會；同樣，他們也會為減少虧損而離場。然而，不論在升市或跌市中，這種行為都會令他們作出過激的反應，並帶來連串影響。

監管挑戰

就監管挑戰來說，我想提出兩個論點。第一，我們並不能透過監管，保證市場不會出現問題或危機。為確保金融市場持續暢旺和有效運作，市場上各利益相關者都要自律，同時遵守市場紀律和監管紀律。

自律是指法團及市場中介人應設立健全的風險管理和內部監控系統，藉當中的制衡措施來避免承擔過高風險。監管紀律就是透過監管規定和指引、合規審查和打擊市場舞弊的執法行動，加強受監管者的自我紀律。市場紀律同樣重要，投資者及金融市場上的交易對手應進行審慎查證及透過資金分配來表達取向，從而鞭策及鼓勵在市場集資的公司及其他金融中介人採取有效的風險管理和內部監控措施。

第二，監管機構必須確保監管政策的寬緊恰到好處，監管機構應建立可以保障公眾利益和維持市場信心的監管架構，同時不會妨礙金融市場推出具競爭力的產品和服務。換句話說，監管機構必須在當中尋求監管平衡。

對次按危機的起因作出的事後分析，以及監管機構對怎樣做才能維持金融市場穩定的討論，有助我們深入瞭解在制訂適當的監管架構，建立讓我們能有效恢復市場信心的監管工具和權限，以及在考慮為何需要減低道德風險時所牽涉的複雜問題。

危機過後，總有聲音要求加強監管以堵塞漏洞，但眾所周知，過分收緊監管會扼殺市場的生存空間。要在實施監管、作出激勵與維持市場紀律之間達致適當平衡，絕非易事。在這個課題的討論中，將有很多值得亞洲深思的地方。

香港的監管取向

證監會採納由國際證券事務監察委員會組織（國際證監會組織）制訂的《證券監管的目標及原則》，當中有三個核心目標：保護投資者；確保市場公正、高效、透明；降低系統風險。

在香港，《證券及期貨條例》也訂下市場發展目標，規定證監會須建立具競爭力的證券業，及時刻緊記要維持香港作為國際金融中心的競爭力，這目標超越了一般的證券監管目標。總而言之，證監會肩負的責任包括：

- 監管市場和執行有關法規，以保障投資者和維持市場穩定；
- 促進市場發展和創新，以維持證券業的競爭力和香港的國際金融中心地位；以及
- 教育投資者。



證監會在這方面的工作，是詳細檢視我們履行法定職責的方式，從而減少繁文縟節和破除不必要的官僚作風。若任何規則、程序或規例對效率及競爭力造成結構性障礙，或隨著經營環境轉變而變得不合時宜或產生非預期的效果，我們會作出必要的修訂。

同時，若因經營環境出現轉變，或監管制度出現漏洞或不足之處，以致監管規例未能達到預期的監管效果，我們也會加強監管或重新制訂監管規則。

投資者教育與監管規例之間可互相補足。透過教育，投資者能掌握產品的基本知識和風險，明白他們的權利和責任，在遇到不公平對待或失當行為時，也知道有甚麼投訴渠道。向投資者灌輸相關知識，他們便懂得提出適當的問題、作出有根據的決定及對欺詐活動有更高的警覺性。

擁有符合國際標準的健全監管架構向來是香港的特點之一，使香港能成功發展為國際金融中心。香港身處獨特位置，在內地與世界各地之間扮演橋樑角色，引導資本進出。香港具備國際投資者所追求的市場要素，包括明確及有例可循的監管方式和法治，金融市場流通量充裕、有效率及提供選擇機會，還有匯集全球不同地方的專業人士和中介人的有利營商環境。

香港的證券業架構相當獨特，不單有來自先進市場的大型投資銀行和證券經紀公司，也有大量規模不一的本地經紀行。這架構也反映出投資者和發行人的概況。香港股市逾半市值來自內地企業，香港投資者和國際投資者的比例約為 60% 及 40%，而散戶和機構投資者所佔比重約為 30% 及 70%。

我們的監管挑戰就是要在這些不同利益之間謀取平衡。有時候，這會導致出現一個兩難的局面。然而，整體來說，各利益相關者最終應享有大致相同的有利條件。作為國際金融中心，香港應符合國際標準和常規，才能將成功延續下去。資金和交易只會流向以投資者最佳利益為依歸的市場。一個成功的金融中心能提供多方面的有利條件，包括流通量充裕、交易頻繁、多元化的選擇、效率高及具競爭力的交易成本。不論市場參與者的規模如何，也不論他們是本地或外資公司，全部都能享有這些實際好處。

證監會在引入新規例時會採取廣泛諮詢的做法，讓所有利益相關者都有機會發表意見。然而，任何市場也無法完全滿足不同利益相關者的利益，但適當的諮詢程序有助作出有根據的決定，符合整體市場及香港作為國際金融中心的最佳利益。

結語

在結語部分，我想與大家分享一些觀察所得。首先，雖然目前的危機可能同時有著不同的外表——次按貸款、抵押債務證券、創製及銷售模式，但歸根究底，當中的成因是一樣的，包括低息信貸太易批出、借貸標準過於寬鬆、風險管理文化薄弱及激勵措施不適當。



第二，市場穩定有賴各相關團體以負責任的方式行事。市場最弱的一環如出現問題，都足以影響全體的穩健性。因此，各相關團體必須共同嚴守自我紀律、市場紀律及監管紀律，就像“三足鼎立”的情況一樣，三者缺一不可。

第三，隨著環球市場愈趨整合，每當有危機出現，全球往往都會受到波及，以致需要全球性的解決方案。目前的危機顯示環球金融市場在結構、運作及監管上都有不足之處，各地市場及監管機構應加強跨境合作，尋求解決方法。

第四，目前唯一可肯定的是，我們仍無法肯定最壞的情況何時結束，將會拖延多久，並對全球增長造成的影響有多嚴重。但可喜的是，在國家和國際層面上大家都同心合力採取必要措施，致力恢復市場信心，而市場信心正是金融市場賴以有效運作的基石。

最後，亞洲至今都較為幸運，因為亞洲在經歷金融危機後展現出更強的實力，而且亞洲金融市場上另類及複雜的金融工具遠少於其他市場。然而，亞洲應掌握危機帶來的機會，思索甚麼事情應該及不應該做，進一步加強亞洲各經濟體系的經濟和金融基礎設施，為亞洲作好裝備，迎接亞洲紀元來臨時的種種挑戰和機遇。

謝謝。