

[美] 卡尔·沃尔特  
CARL E. WALTER

[美] 弗雷泽·豪伊  
FRASER J. T. HOWIE

译者 祝捷  
刘骏  
审校 王海

# 红色 资本

中国的非凡崛起  
与脆弱的金融基础

HONGSE ZIBEN

THE FRAGILE FINANCIAL  
FOUNDATION OF CHINA'S  
EXTRAORDINARY RISE



这是一部由美国学者撰写的，关于中国金融体制变革、发展及其现状的学术著作。作者首先肯定，中国改革开放以来取得了举世瞩目的成就，经济上实现了“非凡的崛起”，同时也认为，在中国经济发展的过程中，金融发挥的作用还相当有限。中国的金融体制相对于过去的经济突飞猛进和未来的可持续发展，还具有“脆弱性”和不相适应的地方，还需要进一步改革完善。

这本书从西方学者的视角，观察分析中国的金融机构，从商业银行到投资银行，从股票市场到债券市场，也部分地涉及到政府机构的职能和管理体制。书中论及国有银行的扩张、信用评级的缺陷、地方债务的快速增长等问题，也是国内读者所关心的。书中收集和列举了大量的统计数据资料，其研究和讨论问题的方法，值得国内的金融从业者和研究者参考借鉴。



上架建议：金融

ISBN 978-7-5473-0607-9



9 787547 306079 >

定价：38.00元

# 红色 资本

中国的非凡崛起  
与脆弱的金融基础

HONGSE ZIBEN

THE FRAGILE FINANCIAL  
FOUNDATION OF CHINA'S  
EXTRAORDINARY RISE

[美] 卡尔·沃尔特 CARL E.WALTER

[美] 弗雷泽·豪伊 FRASER J.T.HOWIE

译者 祝捷 刘骏 审校 王海

中国出版集团 东方出版中心

上海市版权局合同登记:图字 09 - 2013 - 52

Red Capitalism: The Fragile Financial Foundation of China's  
Extraordinary Rise (Revised and Updated) by Carl E. Walter and  
Fraser J. T. Howie (ISBN: N/1 - 118 - 25510 - 0), Copyright © 2012, 2011  
John Wiley & Sons Singapore Pte Ltd.

Authorized Translation from English language edition published by John  
Wiley & Sons Singapore Pte Ltd.

Simplified Chinese edition copyright © 2013 Orient Publishing Centre, China  
Publishing Group.

All rights reserved.

Copies of this book sold without a Wiley sticker on the cover are unauthorized and illegal.

### 图书在版编目(CIP)数据

红色资本: 中国的非凡崛起与脆弱的金融基础 /  
(美) 沃尔特, (美) 豪伊著; 祝捷, 刘骏译. —上海:  
东方出版中心, 2013. 8

ISBN 978 - 7 - 5473 - 0607 - 9

I. ①红… II. ①沃… ②豪… ③祝… ④刘…  
III. ①金融改革—研究—中国 IV. ①F832.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2013)第 176165 号

### 红色资本: 中国的非凡崛起与脆弱的金融基础

---

出版发行: 东方出版中心

地 址: 上海市仙霞路 345 号

电 话: 021 - 62417400

邮政编码: 200336

经 销: 全国新华书店

印 刷: 昆山亭林印刷有限责任公司

开 本: 710 × 1020 毫米 1/16

字 数: 220 千

印 张: 17

插 页: 2

版 次: 2013 年 8 月第 1 版第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5473 - 0607 - 9

定 价: 38.00 元

---

版权所有, 侵权必究

东方出版中心邮购部 电话: 52069798



献给约翰·威尔逊·刘易斯

## 第二版序言

本书出版后的热烈反响,是我们自己始料未及的。正如一位读者说的那样:“中国金融体制的历史十分值得一读。”我们当然也这样认为。我们觉得这的确是一个引人瞩目的故事,并且乐意与全世界的读者们分享。当然我们也很高兴读者和我们有同样的想法。在这本书的第二版中,我们更新了一些数据,也增加了一些章节内容,但是总体来讲没有很大的变化。事实上,自从本书第一版在2010年出版之后,中国所发生的事情基本上符合我们的预料。另一方面,读者也针对中国的金融体系和它的健康状况提出了很多问题,有些问题我们也从未思考过,无法给出合适的答案。我们并不是无所不知的。我们同时还发现,我们很深入地讨论了中国的问题,但是并没有涉及亚洲其他地区的问题,一些读者也许也会很关心这方面的问题。我们已经努力在本书第二版中回答一些读者提出的问题,但是对于某些问题,我们认为也许可以在本书的第二版序言中做一些回应。

我们被问到最多的问题就是“中国的经济什么时候会崩溃?”以及“什么会使得中国经济崩溃?”虽然试图回答这样的问题是一件很有挑战性的事情,但是这并不是我们出版此书的目的。我们试图解释的问题是:中国经济是如何管理的,

以及它为什么会长期保持高速增长的气势。事实上，中国政府在过去一段时间通过信贷扩张维持了经济的增长。但我们可以相信，从结构性的观点来看，中国经济已经没有过去几年那样的空间，让中国政府再像以往那样做了。对于中国经济来说，现在的关键莫过于：一、继续让民众把钱存入中国的国有银行以保持较高的储蓄率（中国的储户目前还不能把钱存进汇丰或花旗之类外资银行）；二、继续对利率和汇率进行管制、限制货币兑换、加强资本管制；三、促进中产阶级的发展来为经济发展注入新的活力。全球金融体系在 2011 年之后的发展逐渐活跃起来，包括标准普尔调低美国国家信用等级在内的一系列事件，对脆弱的全球金融体系形成了压力。即便这样，我们仍然认为中国政府有能力应对这些问题。

由此衍生的一个问题是关于中国银行业是否足够强大的问题，因为它们是金融体系的基础。事实上我们的确研究了中国主要银行的资产负债表，但这本书并不是旨在对这些银行进行分析研究。我们的目的在于分析和说明，中国这些由政府直接管理的公有制大银行在这个庞大的金融体系中是如何运作的。从这个角度来说，分析整个银行体系的表现只是我们研究中国经济的第一步。如果仅就中国的银行风险而言，我们可以确定的是，中国政府有办法来处理这些问题贷款并且持续增加银行的资产，即便是国际和国内非国有体系的投资人对这个问题的反应也一直不冷不热。

但是必须看到，迄今为止中国修复银行资产负债表的方式都是增加“杠杆”。在过去十年，中国银行体系形成的 5 000 亿美元的坏账刚刚被全部减记。因此，在我们思考中国银行业问题的时候，最好能够后退一步来看一下整个经济体制所存在的问题。有一些旁观者对于中国政府全面掌控经济体系的做法十分赞赏，他们认为中国现行的金融体系富有活力而并非那样脆弱。但是这种观点忽略了中国的实体经济成本，诸如不良投资和通货膨胀，这些因素都带来了许多系统性风险。如果这样的投资失误、通货膨胀遭遇到民意反弹的话，那么这种所谓的“富有活力”的体制将首当其冲。

在我们看来，重要的问题不在于“是什么将导致中国经济的崩溃”，而是

这样高度集中的金融体系一旦出现问题,对中国、中国人民乃至全球经济会造成什么损失?这个问题对于本书来讲过于复杂了,但可以肯定,一旦发生那样的情况,损失一定是很大的。幸而我们现在讨论这个问题并没有什么现实意义。最近一段时间,已经有越来越多的中国人开始关心,这样高速度、非均衡的发展将对中国经济的未来造成什么样的影响。对于当前而言,我们必须承认,在经历了100多年的滞涨、战乱、政治运动之后,中国在过去的30年间实现了高速的发展,十几亿中国人的生活得到了极大改善。从这一点来看,中国的政治经济体制的确是适应其国家需要的,这是大多数人的共识。我们同时也要指出,现行的金融体制也许已经不能适应中国经济的发展,而正如我们在本书中所说的那样,体制的变革是十分困难的。

在目前的环境下,欧美国家的政客和银行家们都对自己所经受的金融困境一筹莫展,此时很多人会想当然地认为中国的经济制度似乎并不比西方社会差。诚然,美联储和欧洲央行对于放任政府和机构违约一向十分抵牾,因此也采取了很多试图阻止政府和机构违约的措施,但这些措施也明显弱化了市场在定价风险中所扮演的角色。尽管这样,我们相信通过对比西方金融危机而认为中国经济体制更优越的观点是不正确的,并且将影响中国经济的发展。我们应该看到的是,中国这样的经济框架还不能与以市场为基础的发达经济体相提并论。

如果说十几年前西方的人们不了解中国国内的金融安排还是情有可原的话,那么今天应该知道,中国已经是世界经济的一个重要组成部分,它的一举一动都会深刻地影响到我们。正如本书指出的那样,中国现在还不允许通过市场对资本进行定价,它的银行体系需要不断地注资才能照常运营,通过30多年的改革开放,中国现在已经形成了以国有企业为主导的垄断市场。国家在很多方面已经取得了巨大的成功,但是它的金融体系仍然对外界封闭,资本账户不能开放,资本定价由行政权力主导,国内金融市场的大门仍然向众多外资金融机构关闭着。由于对外贸的依赖,中国政府仍然需要对人民币汇率进行管制,这也造成了诸如通货膨胀以及国家收支不平衡

等问题。但是,在各种问题交织的情形之下,在过去的十年,中国经济仍然保持高速发展,GDP年增速高达9%,最高达14%。

自20世纪90年代中期开始,中国政府开始把GDP作为衡量经济发展的标准。但是,单纯追赶美国的GDP体量是十分狭隘的。比如,在1912年中国清王朝倒台的时候,中国的GDP是2410亿美元,远远超过德国、英国,仅仅位列美国之后。在1932年日本关东军入侵中国东北地区的时候,中国的GDP超过日本的两倍。简而言之,一个国家GDP的多少根本不能作为其经济竞争力的衡量标准,也不能作为这个国家实力及其人口社会福利的衡量标准。

是的,今天的中国看上去是如此的富裕,因为它坐拥巨额的外汇储备,但这也正是其问题所在。这些外汇储备的存在反映了中国货币政策管理的问题。这些巨大的价值是虚幻的,因为这些资金价值过大,难以消化,也无法分散处理,与实际价值背离甚远。事实上,中国政府能够拿这些外汇储备做的事情只有去购买以美元计价的金融产品,诸如美国国债,房利美、房贷美的按揭贷款,以及美国萨利美(Sallie Mae)的学生贷款等。中国的资金回流使美国减轻了债务负担,这有利于美国经济的持续发展,同时也有利于中国现有的经济增长模式在下一个经济周期持续运转。当然,这种运转过程并不显现,但这正反映了中国金融体系运转方式的扭曲。发达市场国家曾经犯下很多错误,有些错误在未来也还会再犯。但是,发达市场国家处理类似债务危机的方式绝对不会是中国的一些诸如资产管理公司或是中央政府应收账款之类的经验。

最后,我们需要指出的是,中国政府现在所走的道路并非别无选择。正如我们在书中提到的那样,中国在2001年加入了世界贸易组织,自那时起中国就有了一个重新整理自己金融和产业格局的整体框架,也彰显了中国改革的决心。如果从那时起中国政府就开始逐渐允许人民币升值并允许资本的自由流通,那么中国今天的GDP也许会更小一些。但是关键在于,这样一来中国的经济发展将更加均衡,相对来说也会不过分地依赖政府投资拉

动和低端商品出口。中国在加入世贸组织之后并没有加紧进行后续的一系列改革,这才是其问题的根源所在。中国的市场几乎完全被国有资本垄断,其政策安排也尽量保持现状,在这样的情形之下,中国经济怎么会真正的开放呢?从这一点上来看,如果我们说中国的经济模式并不比西方的差,那是一种不真实的说法。或者我们换一种说法,如果中国的经济体制不进一步完善,它能够担当起全球领导者或者表率的作用吗?

本书的第二版和第一版一样,要感谢我们的朋友和约翰·威利出版公司(John Wiley & Sons),感谢他们对我们不断的支持。我们也要感谢我们的热心读者,他们向我们提出了很多具有建设性的问题。我们在书中对于这些问题的理解和解答仅代表我们自己的观点。所有的问题和错误都由我们自己负责。我们在过去得到了来自很多国家的朋友们的帮助,我们的确欠下了很多人情。我们无法承诺得更多了!

2011年9月

于纽约、新加坡



## 第一版序言

此前我们曾合著过《私有化的中国》一书，那本书主要着眼于中国股票市场，已经重版了三次。现在当我们再次把目光聚焦到中国的资本市场的时候，希望能够有新的发现。1999年我们刚开始关注中国的股票市场时，就注意到一个有趣的现象，即在中国奇迹般的宏观经济增长的背后，它的金融体系所起的作用却是十分的微弱。我们赞成这样的看法：如果没有在这个国家生活过25年以上，我们可能就没有资格成为研究中国经济问题的专家。但是，我们同时也有这样的自信，由于拥有丰富的阅历，我们对于中国的政治精英们如何管理国家财富和经济也略知一二。我们在银行界有着相当长时间的工作经历，我们会试图了解中国的国家管理者是如何为自己融资的。当然我们必须先从银行体系开始入手，因为那几乎就是中国全部的金融系统。因此，如果读者想从本书中得知一些有关腐败或者“太子党”之类的传闻，那恐怕要失望了。我们认为，中国30年的高速增长已经改变了十几亿人的命运，而这背后的金融故事要比其他事情有趣得多。因此我们将努力把当代中国政治经济中“体制内”的情况挖掘出来。

我们不相信中国在经济发展的道路上面有什么特殊性。

即便是存在着一些必然的“中国特色”，中国的经济和其他任何国家相比，也并没有什么不同。如果普遍的经济规律确实是客观存在的，那么它在中国和在其他市场都同样适用。有一位资深银行家曾公开表示，中国的银行系统在全球金融危机中得以幸存了下来，其原因仅仅是由于中国的金融体系相对于世界仍然是封闭的。通过认真研究 1994 年墨西哥比索的崩溃，1997 年的亚洲金融危机，以及其后发生的主权债务危机，中国的政治精英们无意将自己暴露到国际资本市场中去。因此，中国国内的经济和市场会继续进行刻意地封闭。中国的货币仍然无法自由兑换，外资在中国国内经济中的成分依然很小，中国的海外投资仍然以美国国债为主，另外中国的商品投资永远不会“盯市”，也不会被卖掉。在这样的情况之下，中国的金融体系当然很容易就能在全球金融危机中独善其身。中国的金融体系是被设计好了的，没有任何人有能力站在政府的对立面。

当然，在 2008 年至 2009 年的金融危机中，外向型的私营企业遭受了巨大冲击。企业收入受损，员工失业，很多中小规模的企业倒闭关门。但是中国的银行并没有采取任何实质性的措施来帮助这些受到冲击的私营企业。事实上，中国的金融体系，它的股票、债券、信贷市场等都只会重点照顾那些国有企业，这些所谓的国有企业是经济发展的重心，而那些“国家队”中的“冠军”则更是红色资本中最红的一部分。这些企业都是中国国有经济的核心，被人称作“体制内企业”。私营经济无论多么充满活力，都是“体制外”的，而事实上，它们必须服从整个体制的意志。

如果不出意外，2008 年的那场金融风暴将会给中国经济多加一条封印，更加强化了执政者维持一个封闭的、严格控制的经济体的决心。“只许成功，不许失败”，这是中国官员的口头禅。但中国自己的金融体系能够成为全世界学习的典范么？中国在这样的一个金融体系的支撑之下，能够在现在或是将来成为一个超级经济体吗？

带着这些问题，我们开始翻阅中华人民共和国的金融史。我们很幸运地看到，2008 年是中国非常成功的改革开放政策实行 30 周年。因此，中国

政府机构编制了许多优秀的回顾展。特别是中国人民银行发布了一些非常有用的资料,这些资料也让本书的一位作者回想起30年以前,那时他在北京大学刚刚开始对中国银行系统进行最初的研究。我们在此必须强调的是,撰写本书的所有信息和数据,都源于公开渠道。在中国,所有的重要部门,企业和银行都有维护得很好的网站,通过网站可以下载到需要的数据和资料。另外,中国债券信息网和中国人民银行的下属机构中国银行间市场交易商协会的网站上有十分详尽的关于中国固定收益市场的数据和信息,并且是中英文对照的。而中国股票市场的数据一直是丰富的,并且我们相信是准确的。再次,万德(Wind)资讯,作为中国的彭博系统,一直为我们提供着丰富的数据和信息。此外,中国的银行有经过审计的财务报表,这些报表在上市银行的各大网站上都可以找到。阅读这些报表对资料的研究很有帮助。我们强烈鼓励其他人,包括中国的监管机构和管理者在内,也能够去做一做同样的事情。

因此,在这个现代化的科技时代,我们通过这些渠道所了解的信息就可以连接成一幅完整的图画,为读者呈现出中国金融体系的整个面貌。将这些信息连接成完整的图画,是本书作者共同的责任。通过本书作者们自身的专业水准和经历,我们相信,这幅图画将会是准确可靠的。多年来,中国的领导人把被外界认为是一个非常脆弱的金融体系整合在了一起。那么外界对此是如何看待的呢?我们希望,这本书能够像《私有化的中国》一书那样,成为一本富有建设性的著作,向广大读者阐述以上的问题。

但是,对于当前整个金融体系的脆弱性,我们其中的一个人曾经常回忆起他在1979年到访北京时的样子,那时的北京与平壤十分相似。我们必须承认并且牢记,过去30年的改革开放改变了绝大多数中国人的命运。这一点是不能被忘记的,但是我们并不能因此忽略掉或者淡化在金融体系的核心潜在的非常现实的薄弱之处。我们要感谢那些帮助我们思考这个宏大主题的人们,包括 Kjeld Erik Brodsgaard, Peter Nolan, Josh Cheng, Jean Oi, Michael Harris, Arthur Kroeber, Andrew Zhang, Alan Ho, Andy

Walder, Sarah Eaton, Elaine La Roche,还有 Victor Shih。

同样也要感谢约翰·威利出版公司(John Wiley & Sons)的朋友们多年来对我们的帮助,尼克·沃尔沃克(Nick Wallwork),他是我们的出版人,在2003年帮助我们踏上写作之路,同样的还有 Fiona Wong, Jules Yap, Cynthia Mak 和 Camy Boey。还有所有的专家们,他们让这项工作变得简单并且愉快。John Owen 是一个令人难以置信的高效率的编辑。我们的校对 Celine Tng,是一位十分“注重细节”的人。我们感谢你们所有人的大力支持。当然,本书的内容由我们负全部责任,它既不等于我们的朋友和同事的观点,也并不代表我们在其中工作的组织机构的意见。

我们特别将此书奉献给约翰·威尔逊·刘易斯(John Wilson Lewis),他是斯坦福大学的政治学名誉教授。约翰对于卡尔(Carl)在中国的事业起到了很大的影响与帮助,并间接也影响到了弗雷泽(Fraser)。没有他的支持和鼓励,不光是这本书,我们在中国所有的一切可能都不会发生。我们同时感谢妻子和家人对我们的帮助,他们对于我们研究中国金融问题十分的包容。我们承诺会把这个主题放弃一段时间,即使我们都知道,仍有许多金融领域的问题需要继续发掘,包括信托投资公司和资产转移方面的问题。

2010年10月

于北京、新加坡

# 目 录

- 第二版序言 / 1
- 第一版序言 / 1
- 第一章 中国改革开放政策的回顾 / 1
  - 2008 年夏天 / 1
  - 开放的三十年：1978—2008 年 / 2
  - 金融改革的十三年：1992—2005 年 / 10
  - 金融改革的结束：2005 年 / 15
  - 中央国企“大家庭” / 21
- 第二章 中国的银行堡垒 / 24
  - 银行就是中国的金融体系 / 26
  - 中国的银行都是大银行 / 28
  - 危机：刺激银行改革，1988 年和 1998 年 / 30
  - 20 世纪 80 年代的扩张 / 32
  - 海南房地产泡沫 / 35
  - 广东国际信托投资有限公司 / 37
  - 2010 年中国的银行堡垒 / 39
  - 对于资金和现金分红的渴求，2010 年 / 46
- 第三章 脆弱的堡垒 / 52
  - 人民银行的重组模式 / 55

## 2 红色资本：中国的非凡崛起与脆弱的金融基础

四大银行的部分注资,1998年/55

“坏银行”和“好银行”,1999年/58

资产管理公司收购的不良债务,2000年/59

人民银行重组中国建设银行和中国银行,2003年/61

“商业”不良资产处置,2004—2005年/63

工行和农行的资本结构调整,2005年和2007年/65

财政部的重组模式/66

“坏银行”的表现及其意义/70

中国人民银行的“永久卖出期权”/73

新的经济“大跃进”/77

中国最新的银行经营模式/83

资产管理公司的估值/86

意义与影响/89

### 第四章 受管制的中国债券市场/95

中国为什么需要债券市场?/99

风险管理/103

人民银行打造的完美的收益曲线/104

由假想交易产生的假想曲线/107

固化收益曲线/109

现金和回购市场/114

“3.27”国债期货事件/116

“金字塔”的基础：对居民储蓄的保护/118

### 第五章 中国债券市场上的纠葛/127

国开行、财政部和四大国有商业银行/128

中国人民银行和国家发改委/133

地方政府的“松绑”/136

融资平台/137



信用加强 / 144

省级政府的半主权债务 / 147

中国投资公司：中国金融体系中的关键 / 148

人民币冲销和中投 / 150

中投对其拥有银行的掌控 / 155

金融市场的周期 / 160

## 第六章 西方金融、国企改革和中国股市 / 164

今天的中国股市 / 165

中国为什么要建立股市? / 169

炒股热和社会动荡 / 169

国有企业公司化改革 / 171

股市给了中国什么? / 173

全国性金融市场和地方 / 173

中国电信：高盛完成的“上帝的杰作” / 177

## 第七章 “国家队”与中国政府 / 185

1998年机构改革 / 186

国资委模式和汇金模式的比较：谁拥有谁? / 191

超大规模投资者和超大上市规模 / 193

初级市场表现：让每个人都满意 / 202

谁的热钱：二级交易市场 / 206

赌场还是成功，还是两者皆是? / 208

启示 / 211

## 第八章 紫禁城 / 213

金融王国 / 214

红墙背后 / 217

另一个王国 / 224

壁垒打破了吗? / 228

4 红色资本：中国的非凡崛起与脆弱的金融基础

城墙的裂隙 / 232

中国特色 / 237

附录 / 242

参考书目 / 244

索引 / 247

译者后记 / 253

## 第一章 中国改革开放政策的回顾

“辛辛苦苦三十年，一夜回到解放前。”

——无名氏

### 2008 年夏天

这是 2008 年的夏日，中国东部最伟大的城市在太阳下闪着光芒。来自西方国家的游客们在科幻电影之外从来没有见过这样的场景。在北京，奥运会开幕已经迫在眉睫，最后的准备工作正在紧锣密鼓地进行。约 4 000 万盆鲜花在一夜之间被摆放在了首都的街道两旁。这个城市已经建起了新的地铁和轻轨、无与伦比的机场、令人难以置信的鸟巢体育场、闪亮的写字楼，以及 CCTV 电视塔。高速公路四通八达，且交通运行有序。而与北京的发展相对应，上海似乎已经回到了它在 20 世纪 30 年代的富裕和优越，并且拥有在亚洲地区人数无法超越的休闲族。在更远的南方，广州，它跟随着上海浦东发展的脚步，正在着手建立一座崭新的城市，它拥有两座百层以上的综合性摩天大楼，一座全新的图书馆，歌剧院，当然还有一座接着一座的玻璃幕墙写字楼。好像在任何地方，人们都开着奔驰或者宝马，这个国家好像到处都是钱！

在 2008 年的夏天，中国迎来了其整个历史上最热门的井喷式增长。同时也激发了人们强烈的富有正义感的民族主义：看看全球正在发生的金融

危机吧！有人还记得“文化大革命”，或者“大跃进”吗？在这短短的30年，中国已经逐渐放弃过去的传统模式，开始走有自己特色的道路，并且正如大家所看到的一样，准备着超越另一个大国：美利坚合众国，它的名字在中文里是“美丽的国家”的意思。如果我们放眼看看中国沿海城市，我们可以看到它们到处都沐浴在跨国品牌广告的霓虹灯光中，它们的城市街道上奔跑着别克和奔驰。有一些不知名的共产党员干部曾经感慨道：“辛辛苦苦几十年，一夜回到解放前。”在很多方面，中国改革开放过去的30年就像是播放电影倒带一样，回到了20世纪早期的中国。

西方社会，包括有一定政治倾向性的评论家和投资银行分析师，都认为这是个奇迹，因为他们从来没有想到类似的事情会发生在中国。毕竟30年前，中国还几乎没有能力从“文化大革命”的阴影中完全走出去。1978年的北京满是衰败之象，就如1949年的北京城一般，只是已经没有了雄伟的城墙。北京的城墙在解放后被拆除了。1979年，人们涂抹掉了原先“文革”时候留下的毛泽东语录，而新的画面展现在人们面前：在长安街上，开始出现了川流不息的汽车，骑自行车的人群看着车流，缓慢地前行着。上海，这座城市在历史上曾被称作“东方明珠”，而当时已经几乎完全荒废，由于在炎炎的夏日没有空调等制冷设备，乘凉的人们只能睡在街头。深圳那时还是一片稻田，而广州也满目疮痍。那时的中国连啤酒都没有，更不要说冰镇啤酒了。那时人们能喝到的，只是堆放在木箱里的用厚玻璃瓶灌装的暖橙色碳酸饮料。

### 开放的三十年：1978—2008年

1974年，邓小平第一次重回政治舞台，这次事件虽然十分短暂，但是在他的努力之下，中国重新获得了联合国的席位。中国自此重新登上世界的舞台，改变了“文革”以来中国自我封闭的局面。在出访纽约之前，整个中央政府找遍了自己的银行寻找外汇，为此次出访筹措资金。但他们发现，自己的橱柜里几乎空空如也，当时他们能凑足的只有3.8万美元。这可是中

国的一位最高领导人第一次访问美国。如果他当时连一张头等舱的机票都买不起,那么用来支持中国经济发展的巨额资金又将从何而来呢?

而接下来的一切又是如何发生的呢?难道仅仅是因为历史的必然吗?中国是怎样仅仅依靠一代人的付出,换回当下辉煌的成就呢?与此同时,我们还要问,这样辉煌成就的背后,它的代价又是什么?如果我们想要了解在未来的几年中国将要在世界经济中扮演什么角色,我们就要深刻地了解中国,以及中国共产党所建立的这个具有鲜明中国特色的社会制度。事实上,国际经济学家们对于中国目前在经济上所面临的处境十分了解,但是,他们对于隐藏在深层次的关于中国经济和政治的制度安排却知之甚少。这本书所要介绍的,是中国的金融部门,它的银行体系、地方政府融资平台、证券公司以及相关企业,对于中国经济决策以及发展道路选择的影响。当然,在这些金融机构背后的,是中国共产党。关于它的使命和作用,我们在这本书中也必然有所涉及。

在2008年9月的雷曼危机之前,中国的金融发展一直沿着一条长期被其他发达经济体证明行之有效的道路进行着。这样的做法对于当今的政治精英们来说并不容易,因为这条路已经被他们自己的领袖摧毁了20年。但是,这个平常的故事已经成为了中国伟大发展的神话。它开始于1976年毛泽东的去世与两年后邓小平第二次出山。这些事件使得中国最终解脱了出来,并且使之成为了在过去长达四分之一世纪里席卷全球的金融自由化的一部分(见图1-1)。当我们回顾过去的时候,我们不难发现,在上世纪80年代末期,中国将美国的金融模式看做自己走向富裕的道路。这种模式对于“亚洲四小龙”而言似乎是行之有效的,但是对于中国是否一样可行呢?历史已经给予了证明。

20世纪90年代,在美国的影响之下,中国国内的金融改革走上了一条放松监管的道路。1992年在深圳,邓小平坚决地表示,市场经济不仅仅是为资本家服务的。他的信心使中国改革的步伐加快了速度。中国在2001年加入了世界贸易组织,这也许象征着江泽民和朱镕基那一届政府在13年的执

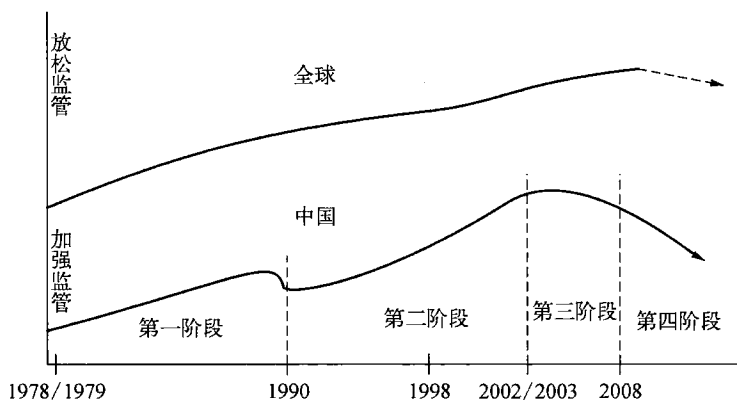


图 1-1 改革的 30 年——中国和全球金融监管的趋势

资料来源：基于彼得·诺兰(Peter Nolan)相关评论，哥本哈根商学院，2008 年 12 月 4 日

政期间所达到的最高成就。那时，中国富有国际主义精神的政治精英来自中国伟大的城市上海。然而，在进入新的世纪之后，事情似乎发生了转变。人们开始感觉到，一部分人在短时间内暴富起来。政府所做出的政策开始对早期的成就进行调整，新领导在金融和经济政策方面都略显乏力。政策上的妥协使得改革的路径与早前相比有所偏移。这些政策方面的偏移被表面的经济繁荣所掩盖，并且接二连三的各种大型活动也转移了人们的视线，如奥运会、大阅兵、世博会和广州亚运会。

中国当今金融系统的大框架由江泽民在 20 世纪 90 年代设计制定。最具有方向性的两大代表性标志就是在 1990 年建立的上海与深圳股票交易所。谁能够料到，在经历了 1989 年那样一场风波之后，中国能在 10 年内建立起一整套市场经济体系呢？在 1994 年，中国政府制定了一整套的法律，建立了自己独立的中央银行。与此同时，中国的中、农、工、建四大银行也开始逐步全面商业化，开始独立的风险衡量，并且进行资产和财务重组，将风险资产剥离。

通过吸取 1997 年亚洲金融危机的教训，中国的改革进一步开始强化。时任国务院总理的朱镕基抓住有利时机，推动银行的资产重组和重新定位。



在当时,国际上将之视作“技术性破产”。他和他的团队领导人周小川通过国际上先进的手段,彻底调整了当时银行的资产负债表。之后,周小川升任了中国建设银行行长。类似于美国当年利用重组信托公司(Resolution Trust Corporation, RTC)来解决储蓄与贷款危机的经验,周小川主张建立中国的四个“坏银行”,即用于处理大型国有商业银行不良贷款的四大资产管理公司,每一个公司负责背负一个大型国有银行的“坏账”。从2000年至2003年,中国政府从银行中剥离出了价值4000亿美元的“坏账”,并将其转移进四大资产管理公司中。然后重新对各个银行进行注资,并吸引全球首屈一指的金融机构作为银行的战略合作伙伴。在此坚实的基础之上,四大国有银行于2005年和2006年相继在上海和中国香港上市,并成功融资400亿美元。为了完成这一过程,中国政府下了很多年的决心。毋庸置疑的是,四大国有银行的成功上市标志着中国金融改革的巅峰,并且通过这个短暂的时间,中国的银行开始真正走上成长为世界银行巨头的道路,逐渐能够和汇丰、花旗这样的银行一争高下。

中国经过15年的艰苦谈判,终于在2001年年底加入世界贸易组织(WTO)。朱镕基认为,中国在经历了一段漫长的自我封闭的时期之后,成为世界贸易组织成员将保证其今后不可改变的国际化倾向。他认为,WTO能够成为中国经济转型的引擎,并且促进中国的现代化。朱镕基对于让中国走向世界有着极大的热情,这一热情带来了之后几年中国对外贸易的高速增长(见图1-2)。

强劲的增长不只是体现在进出口贸易方面,直接外资投资方面也有很高的飞跃。中国的年度直接外资投资曾达到了600亿美元,并在2008年的时候增长到920亿美元。那时全球主要企业都承诺将把他们的生产部门放在中国(见图1-3)。当时每一个公司的大老板都相信朱镕基,认为中国经济自由化的道路是不可逆转的。

这些来自外国商人的投资承诺并不单纯只是出于对朱镕基的信心。在21世纪最初几年,中国的市场正以前所未有的程度开放着。就在经济自由

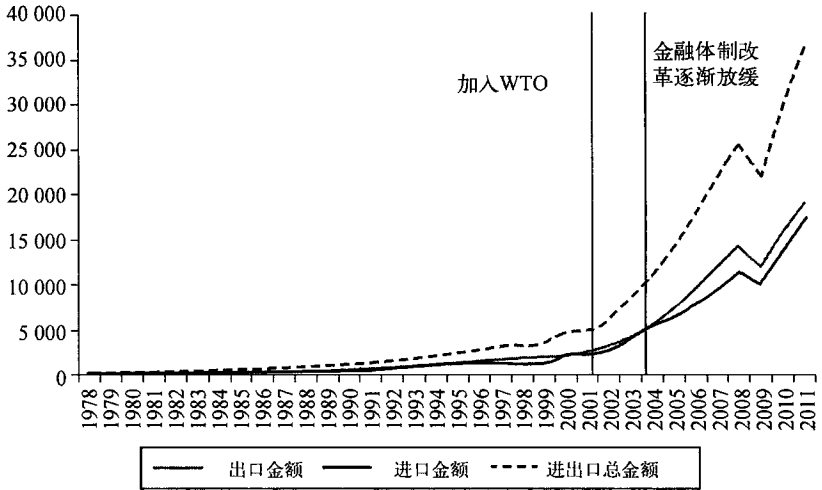


图 1-2 截至 2011 年,中国对外进出口贸易趋势图 单位: 亿美元  
数据来源:《中国统计年鉴》,Wind 资讯

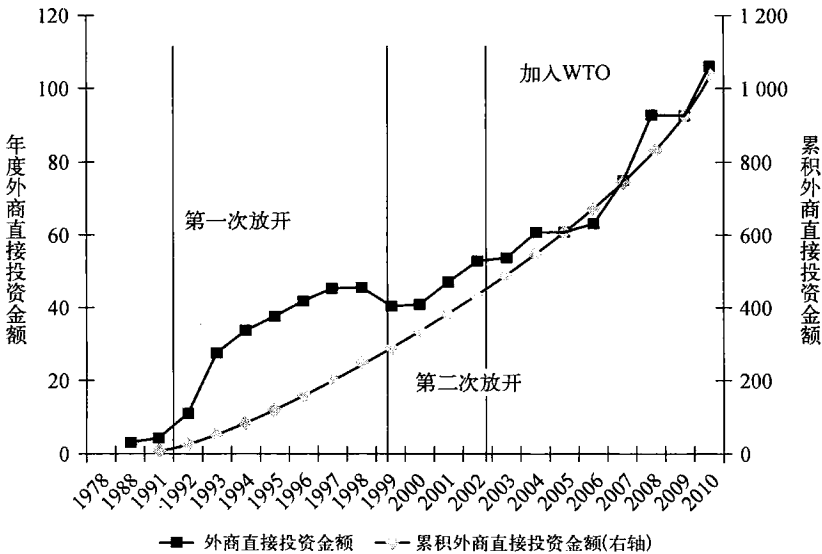


图 1-3 截至 2011 年,中国外商直接投资 单位: 十亿美元  
资料来源:《中国统计年鉴》,Wind 资讯

化开始起步的 20 世纪 80 年代,外商投资者还被迫接受当时著名的所谓“鸟笼”理论。当时外商投资只能在中国东南沿海的特定区域进行,就像 100 年

以前清政府的通商口岸一样。当时,外商投资者被迫和效率低下的中国合作伙伴组建合资企业。在那之后,每一个地方政府都希望能拥有属于自己的开发区和来自国外的“鸟儿”,所以在整个 1990 年代,开发区开始遍布全国,逐步变得没那么特殊了。即便是这样,在 2000 年年底,中国以中外合资形式存在的外资企业占到了所有外商企业总数的 50% 以上。在中国加入 WTO 以后,这一情形有了非常大的变化。中国似乎终于向世界打开了大门:在 2009 年,有 75% 的外商企业是全外资企业(见表 1-1)。终于,中国的“通商口岸”成为历史,外资企业拥有了选择投资方式和地区的权利。

表 1-1 外商直接投资的结构, 2000—2011 年 单位: 亿美元

指标名称	合资经营企业 %	合作经营企业 %	外资企业 %	外商投资股份制企业 %	总计
2000 年	35.56%	16.35%	47.76%	0.32%	403.33
2001 年	33.96%	13.40%	51.50%	1.14%	463.52
2002 年	28.57%	9.64%	60.46%	1.33%	524.72
2003 年	29.07%	7.25%	63.06%	0.62%	529.40
2004 年	27.09%	5.14%	66.49%	1.28%	604.97
2005 年	24.23%	3.04%	71.22%	1.52%	603.24
2006 年	22.81%	3.08%	73.44%	0.67%	630.21
2007 年	20.86%	1.89%	76.59%	0.66%	747.68
2008 年	18.74%	2.06%	78.27%	0.93%	923.95
2009 年	19.19%	2.26%	76.29%	2.27%	900.33
2010 年	21.28%	1.53%	76.58%	0.61%	1 057.35
2011 年	18.46%	1.51%	78.62%	1.41%	1 160.11

资料来源: Wind 资讯

在过去的几年中,他们将科技和管理技术带到了中国,并且学会了如何同中国那些富有才干的工人们共事,他们创造了举世瞩目的就业和出口。但是,他们所作的只是局限于中国的两个地区:广东省和包括上海和江苏省在内的长江三角洲地区(见图 1-4)。这两个地区的经济主要以外资和民

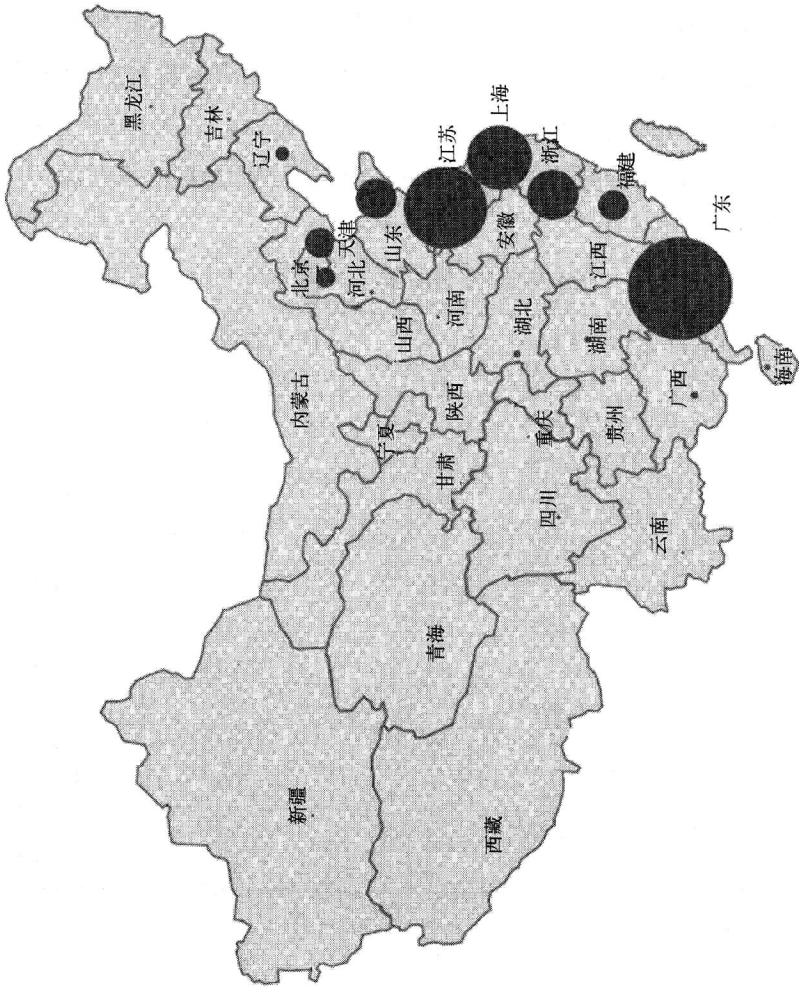


图 1-4 1993—2009 年，中国各省市非金融类项目外商直接投资累计总额为 9 430 亿美元。

资料来源：《中国统计年鉴》

营企业为主,国有企业参与的成分相对较少。这些地区吸引了将近 60% 的外商直接投资,也创造了全中国 70% 的出口。这里为中国的中央政府创造了巨大的外汇储备,当然,这里的面貌也焕然一新。事实上这是极有讽刺意味的,因为这里曾经都是清王朝设立的通商口岸,这里曾是国家屈辱和殖民主义的象征。而今,它却成为了中国发展的引擎,并且成为了全球制造业和贸易的中心。这里是中国,乃至全亚洲最具有活力也最振奋人心的地区。

中国的经济版图并不是简单地以它的地理版图为基础而设计的。整个中国经济版图的设计,除了需要考虑到其地理分布之外,更重要的还有政治战略方面的考虑。这通常被人称为“体制内”经济,从中国共产党的角度来看,这才是真正的政治经济。所有国家的财力、物力和人力资源,包括已经开放了的全国外商投资的政策,都必须严格遵守“体制”的指导。不断改善和加强这个“体制”,一直是执政党自 1978 年以来开展的每一项改革努力的目标。我们也必须记住,朱镕基,这位也许是中国最伟大的改革家,他的目标也只是稳固“体制内”经济,而并不是改变它。他不仅相信改革的迫切性,也更相信整个体制顺应改变的能力。朱镕基从来也没有做过任何削弱这个国家及其执政党地位的尝试。

这样我们就可以了解到,外资以及非国有经济成分之所以能够得到支持,仅仅是因为他们能够提供就业(见图 1-5),从而带来了重要的储蓄、技

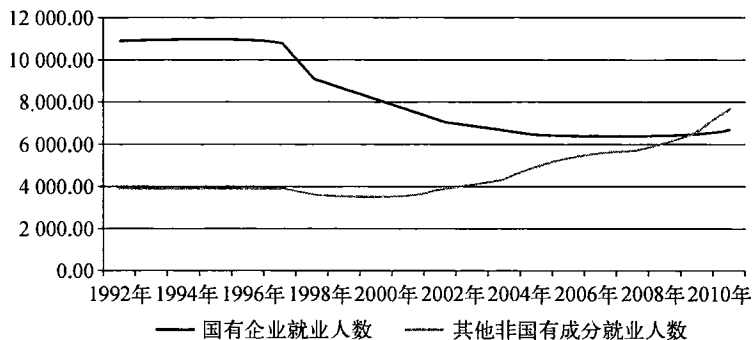


图 1-5 国有成分与其他成分就业情况,1990—2011 年 单位:万人

资料来源:《中国统计年鉴》

术,以及外汇。当今中国的工商业,无论是外资的或是本土的,都与古代传统工商业的地位很相似:它在执政者的眼中只是具有一定的战略价值,但是并不能使其占据主导地位。

## 金融改革的十三年：1992—2005 年

外商投资使中国的一些地区富裕了起来,而那里人民的生活也发生了极大的变化。外资金融服务所起到的作用,也比中国的政府要大得多。其实可以毫不夸张地说,中国的国有部门现在所取得的成就,全部都有赖于高盛与摩根士丹利的工作。没有他们的金融知识相助,中国的国有企业将会一直默默无闻下去,毫无任何竞争力,就像他们在 20 世纪 80 年代的时候那样。在 20 世纪 80 年代,有谁能说出几个著名中国国企的名字? 北京吉普,一个合资企业? 或者青岛啤酒,一个半殖民地时期留下来的品牌? 在深圳,人们把邓小平的巨幅肖像竖立在他曾经南巡时做过讲话的那个地方。如果邓小平从来没有说过,市场经济也能为社会主义所利用,那我们很难想象中国的现在会是一个什么样子。他的讲话为那些所有如朱镕基一样希望中国的“体制”走向世界的人,提供了政治庇护。

在 1993 年年初,朱镕基向前迈出了第一大步。他接受了中国香港联交所首席执行官的建议,决定选择国有企业在海外股票市场上市,打开了中国企业海外上市的大门。朱镕基很清楚,中国国有企业如果要在海外上市,就需要遵守海外的法律,遵守海外的会计准则与财务要求,他对此也十分支持。他希望外国的监管能够对国有企业的管理和业绩起到积极的作用。他的期许在很多方面都成为了现实。经过多年的实践努力,“公司”终于成为了支撑起中国经济的力量,这在 5 000 多年的中国历史中尚属首次。

像中石化、中石油、中国移动和中国工商银行这样的全球“财富 500 强”企业都是从何而来的呢? 答案其实很简单: 美国投资银行家们将一个管理经营不善的省级邮电局打造成为了现在的中国移动,并且将它包装成一个



国际电信业巨头,打包卖给国际投资基金经理们。在1997年10月,那时亚洲金融危机的势头正盛,中国移动完成了在纽约和香港两地的上市工作,募集了42亿美元。接下来,犹如多米诺骨牌效应,中国的石油企业、银行、保险公司陆续地在全球资本市场的IPO中发行了价值数十亿美元的股份。所有这些公司的构建与上市都是美国投资银行家们的功劳。为了使这样的转变更具有象征意义,政府又开始计划新的目标。在中国移动成功IPO之后,中央政府开始努力让更多的企业进入全球“财富500强”的名单中。在国际投资银行家、律师以及会计师事务所的协助之下,中国已经完全达到了这样的目标。中国已经有44家企业进入了全球“财富500强”的榜单之中(见表1-2)。其中包括中国工商银行在内的中国五大银行,他们已经能够与摩根大通这样的银行一争高下。中石化和巨大的国家电网公司排名第七和第八名,中国的“国家队”诞生了。

表1-2 世界经济500强中的中国公司,2009年度 单位:百万美元

排 名	公 司 名 称	收 入
7	中国石化	187 518
8	国家电网	184 496
10	中国石油天然气	165 496
77	中国移动通信	71 749
87	中国工商银行	69 295
116	中国建设银行	58 361
118	中国人寿	57 019
133	中国铁路建设	52 044
137	中国铁路集团	50 704
141	中国农业银行	49 742
143	中国银行	49 682
156	中国南方电网	45 735

续 表

排 名	公 司 名 称	收 入
182	东风汽车公司	39 402
187	中国建筑工程	38 117
203	中化集团	35 577
204	中国电信	35 557
223	上海汽车	33 629
224	中国交通建设	33 465
242	来宝集团	31 183
252	中国海洋石油	30 680
254	中信集团	30 605
258	中国一汽集团	30 237
275	中国南方工业集团公司	28 757
276	宝钢集团	28 591
312	中粮集团	26 098
313	中国华能集团	26 019
314	河北钢铁集团	25 924
315	中国冶金科工集团	25 868
330	中国航空工业集团公司	25 189
332	中国五矿	24 956
348	中国兵器工业集团	24 150
352	中钢集团	24 014
356	神华集团	23 605
368	中国联合网络通信	23 183
371	中国人民保险公司	23 116
383	平安保险	22 374
395	中国资源	21 902
397	华为技术有限公司	21 821

续表

排 名	公 司 名 称	收 入
412	中国大唐集团	21 460
415	江苏沙钢集团	21 419
428	武汉钢铁	20 543
436	中国铝业公司	19 851
440	交通银行	19 568
477	中国国电集团	17 871

资料来源：《财富》杂志，2010年7月26日

在 20 世纪 90 年代刚开始的时候，所有的中国企业都还是没有完全成形的国有企业，但当这个十年结束的时候，已经有数百家国有企业在香港、纽约、伦敦和上海证券交易所上市交易。在那短短的几年里，银行家、律师和会计师帮助老式的国有企业改制，将他们重组成为现代化的企业，然后将它们的股票包装上市交易。总之，中国的全球“财富 500 强”企业，是华尔街的产品，即便是那些在中国本土上市的中国的投资银行，如坐拥 260 亿美元市值的中信证券，也是按照美资投行的模板构建而成的。

现在，包括中国香港地区在内的中国资本市场，是最大的 IPO 市场，这一点足以让世界各地的投资银行家和发行人嫉妒。迄今为止，上海和深圳交易所已经有超过 1 800 多家企业上市，总市值超过 24.5 万亿元人民币，约合 3.6 万亿美元。这在亚洲已经名列前茅，紧逼日本的东京交易所（见图 1-6）。如果我们把中国香港交易所也看做中国交易市场的一部分，因为其中中资上市公司所占份额已经高达 48.1%<sup>①</sup>，那么，中国在过去 15 年已经崛起成为全世界继纽约之后的第二大股权资本市场。从 1993 年上市开始至 2010 年初，中国的国有企业已经累计在境内上市融资了 3 890 亿美元，在境

① 这个比例应该会更高，因为仅统计了在中国香港交易所以 H 股方式上市的中资公司。

外国国际市场融资 2 620 亿美元。除 8 180 亿美元直接外商投资外，又为中国提供了总计 6 510 亿美元的资金。考虑到 1985 年中国的国内生产总值为 3 060 亿美元，1999 年为 9 710 亿美元，2009 年为 4.9 万亿美元，这一数字是十分巨大的。

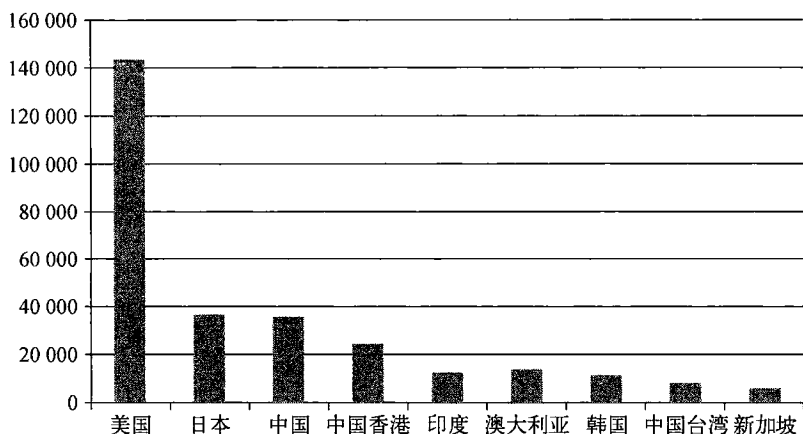


图 1-6 资本市场市值比较，中国、美国以及亚洲其他国家地区 单位：亿美元

资料来源：彭博资讯，截至 2010 年 3 月 26 日

虽然都是钱，但是这两个不同的资金来源对中国的影响是有差异的。外国直接投资创造了一个全新的经济体，即非国有经济体。多年来，企业管理和生产技能，以及外商投资企业的技术已转让给中国的企业家，并已诱发了国内产业的崛起。相反，在国际和国内资本市场上筹集的 6 510 亿美元中的绝大部分都已经用来建立和加强体制内的公司。从 1993 年一开始，北京就限制以国有企业改革的名义将国有企业股份上市出售。中国共产党对在上海、中国香港以及其他地方上市的中国国有企业都拥有绝对控制权，而事实上他们只有少量的股票上市流通。

国有企业改革，股票市场的建立，国际市场上市，包括加入 WTO 等，这一切的初衷，其实都是中国领导人努力推行的体制内经济改革计划。2008

年亚洲金融危机的到来,迟滞了中国金融体制改革的计划<sup>①</sup>。

## 金融改革的结束: 2005 年

2005 年是了解今天中国金融市场最重要的一年,它标志着江泽民、朱镕基时代最后一股推动力的作用。它的作用还是十分明显的,使中国拥有了现代化的市场,并标志了改革的重大成功。依据世贸组织的条款,股票、商品和债券市场的建立将帮助成为所谓的“市场经济体”。但由于 1998 年开始的改革未能完成,使得中国的金融机构,尤其是它的银行,处于弱势地位。在 2003 年年初,有两个重大举措正在进行中。第一个是在 1998 年开始银行重组计划,当时正处于第二阶段,开始出售银行的问题资产。第二个,则是努力使已经坍塌的股市恢复健康。这是周小川在 2002 年从证监会主席调任中国人民银行行长提出的,他是朱镕基金融改革战略的首席设计师。

周小川在刚开始就拿银行体系开刀,因为在 1998 年时。它们对实体经济是极大的威胁。由于中国的资本市场发育不够,当时几乎所有的金融风险都集中在银行系统。为了建立一种机制来减轻这种压力,周小川开始寻求发展债券市场。这样的市场将让公司与投资者建立直接的金融联系,并且这项举措意味着更高的金融市场灵活度,能够在当股票市场表现弱势不具有吸引力的时候提供更多的投融资渠道。从这一点来看,在 2003 年,企业债仅占中国的债券市场发行总额的 3.5%(见图 1-7)。

从市场角度而言,在 2003 年,通过债务融资的规模没有高于包括贷款、债券和股权在内的总规模的 30%(见图 1-8)。

在 2003 年和 2004 年的过程中,周小川奠定了他未来的政策措施的基础工作。首先,他积极形成了自 1992 年邓小平讲话以来,中国政府在支持中国资本市场方面的首次正式声明。一系列的相关政策规定在后来被人称之为

---

<sup>①</sup> 吴敬琏:《中国经济 60 年》,《财经》杂志,2009 年 9 月 28 日,第 98 页。

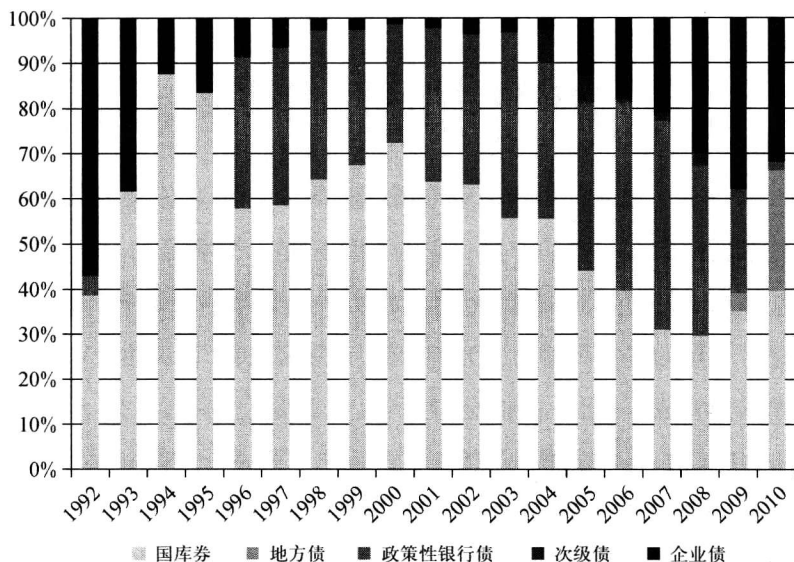


图 1-7 债券市场发行, 发行人类型, 1992—2010 年

资料来源: 中国人民银行,《金融稳定报告》

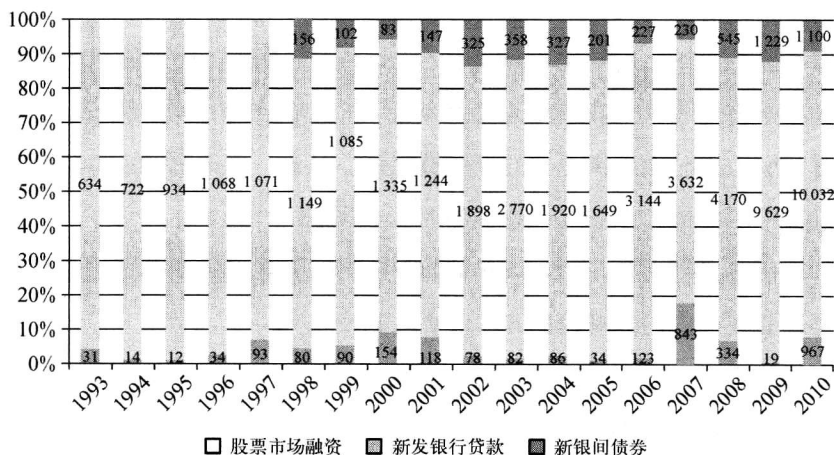


图 1-8 中国资本市场的企业资本融资, 1993—2010 年

注: 银行间债券包括中国政府债券, 金融债券和所有企业债券

资料来源: 中国人民银行,《金融稳定报告》

“国九条”，而在 2004 年年初，中国共产党着重肯定了资本市场的关键作用，它被定义为同时包括债券市场和股票市场。

有了这样的政治庇护，周小川创造了体制基础来支持他所倡导的银行改革。2003 年 9 月，一个崭新的中国人民银行金融市场部成立了，这个部门将主要负责债券市场的新政策和新产品开发。更具战略性的是，在 2003 年 12 月 6 日，中国人民银行主导成立了中央汇金公司（简称汇金）和中国建银投资公司，中国建银投资是汇金公司全资拥有的企业实体。这些公司都成为重组四大银行的重要成员，在 2004 年为建设银行和中国银行提供了新的资本，它们也成为中国金融体系中最为重要的一部分。

虽然周小川的出发点似乎是银行和不发达的债券市场，他真正的目标是股市。他很清楚，债券市场的风险很大程度上仍然是由银行承担，而只有股票市场才能使企业绕开银行系统，直接从市场上的投资者那里融资。然而，推动股市复苏在他的管辖范围之外，他这样做就要踩到别人的脚趾头。

自 2005 年开始，中国人民银行就与其他机构“密切”合作（见表 1-3），开始实施其发展债券市场的计划，推出了一系列新举措。在当年的二月份，中国出台了相关规定允许国际机构，如亚洲开发银行发行人民币债券（熊猫债券），并同意中国的银行成立基金公司，迈出了全能型银行模式的第一步。三月份，出台了相关规定允许发行资产抵押证券（ABS），五月份推出了债券远期交易，并且推出了一种新的公司债产品——商业票据（commercial paper）。

表 1-3 交叉监管金融改革职责表

改革内容	主要负责机构
熊猫债券	中国人民银行，财政部，国家发改委
银行的业务模式：共同基金子公司	证监会，银监会
资产抵押证券（ABS）	财政部，中国人民银行，国家发改委

续 表

改革内容	主要负责机构
远期债券交易	中国人民银行,银监会
商业票据(CP)	国家发改委,中国人民银行
银行注资	财政部,中国人民银行
救援失败的证券公司	证监会,中国人民银行
交易所和利率政策	中国人民银行/外管局,财政部,金融小组

如果没有利率市场化,就不会有一个功能完善的债券市场,而这些都和国家的外汇政策息息相关。在这里,周小川依然成功了。2005年6月,中国人民银行发布消息称放弃长期以来人民币汇率盯住美元的汇率政策。在那之后18个月的过程中,人民币升值了近20%。而在2007年,利率上升了2%,这在外界看来是中国迈向利率市场化的重要一步。把这两者结合起来,我们可以发现,一个活跃的债券市场的所需条件已经逐步落实到位了。作为一揽子政策,所有这些举措代表最显著的努力都是为了刺激债券市场的发展,但是在银行业方面,改革的举措却显得苍白无力。

2004年,中国建设银行和中国银行都已经重组完成。在从中国的外汇储备的450亿美元注资之前,银行已注销了其剩余的不良贷款。随后,这两家银行的股份被出售给了国际战略投资者。这些投资者扮演了两个角色。首先,他们的投资能够证明国际投资界对于该银行成功重组的认可,体现了这将会是一个有吸引力的投资机会。其次,同样重要的是,这些战略投资者的加入意味着中资银行将与外资金融机构展开深层次合作,这将有利于提升中国公司的治理、风险管理和产品开发等各个方面的能力。总之,银行改革的目的是加强银行财务状况以及整个银行体系,使中国的银行家可以提供良好的判断和建议。因为朱镕基一直希望能够建立起一个完善的制度和专业的机构,来帮助执政党做正确的政策和决定,而不是像过去那样,领导



人一声令下，信贷如洪水般汹涌而至。

2005年6月，美国银行(BOA)收购中国建设银行高达19.9%的股权，7月，新加坡的主权财富基金之一的淡马锡，收购了另外5%的股权。作为收购的第一步，美国银行和淡马锡分别支付25亿美元和15亿美元，收购中国建设银行9%和5.1%的权益。然而，这样的并购却被中国某些媒体称作“卖国”，将宝贵的国有银行出售给了外国人。这项“指控”的根据就是，由于中国的银行剥离了不良资产，现在整个资产已经变得十分干净。因此，有人争论说，如果外国投资者被获准投资中国的银行，他们应该付出高昂的价格来弥补其亏损的状态。除了考虑到价格因素以外，甚至有些“指控”声称，引进外国人的概念本身将导致国家的金融安全受到严重威胁。这富含民族主义色彩的左派言论攻击了整个银行体系的改革进程。尽管整个改革受到了这样的抨击，中国人民银行仍然坚持完成了中国建设银行和中国银行的重组，并且最终成功上市。

与此同时，中国人民银行再次采取行动。它以金融稳定的名义，开始通过汇金公司收购破产的证券公司<sup>①</sup>。在过去，央行提供了所谓的“棺材钱”，以弥补那些在倒塌的金融企业中的零售储户(人民银行负责填补客户交易结算资金缺口的资金，俗称“棺材钱”)。然而，这一次，其方法是不同的：它收购证券公司的股权，来控制这家机构。在2005年的夏天和秋天，中央汇金公司及其控股的中国建银投资收购了17家券商机构的股权，大到银河证券和国泰君安，小到民族证券和湘财证券。中国人民银行表示有意使用“以市场为基础”的方针。这就意味着，当这些券商机构恢复健康后，央行就会将其套现，卖给新的投资者，当然有可能包括外资银行。从2004年年底，中国人民银行已经把一家由其参股51%的中等规模、破产的证券公司的股份，向有兴趣的外资银行作价，寻求出售。一家外资银行已经赢得了投标，全面的

---

<sup>①</sup> 更多细节请参考本书作者所著的《私有化的中国：中国股票市场内幕》第二版，John Wiley & Sons 出版公司2006年出版。

申请已在当年初夏被送往国务院审核。周小川的意图是要开放整个国内股市,并且首次引入直接外资参与。

中国的“为官之道”已经流传了几千年。中国人民银行和它的行长周小川,在2004年和2005年的这段时间,似乎违反了每一个传统的官场潜规则。银行改革使得财政部在建设银行和中国银行的投资损失惨重,而允许证券公司和国有企业发行短期债券,这也入侵了国家发展和改革委员会(NDRC)在企业债务方面的行政空间。他们试图通过向外资银行出售证券公司股份这一行为则侵犯了证监会的固有领土。在一些报道上,甚至有人说汇金公司是“金融国资委”。更糟的是,中国人民银行正着手建立一个超级监管机构,将银行、股票和债务资本市场监督整合在一个屋檐下。因此霎时间,各种针对周小川的丑陋的人身攻击出现在中国香港的媒体上,其源头显然不在中国香港。

中国人民银行是一个部级单位,它的改革举措得到了当时国家领导的广泛支持。因此面对如此多的攻击,它只能成功,不能失败。在2005年10月全国国庆假期期间,周小川的改革计划被削减。长假结束后,形势迅速变得清晰明朗了,财政部已恢复了对银行的影响,证监会已成功地阻止了外资势力的进入,而国家发改委的权威也得到了加强。甚至亲人民银行的《财经》杂志也在首页为国家发改委发表封面故事。那时的结果对于今天的中国仍然影响深刻:一个综合的金融改革方案结束了。而接下来的一切政策都只是头痛医头,脚痛医脚,各个部委各管各的,自说自话。

从1998年开始,在朱镕基领导下,周小川已建立了一定的框架,并在此框架内对金融市场进行全面的改革。改革计划包括建立银行坏账资产管理公司,加强资产良好的银行,建立全国社会保障基金,建立债券市场使之有更广泛的投资者基础,最重要的一点是,向合格的境外投资者开放国内的股票市场。此外,他还开启了人民币的汇率改革。中国人民银行在2005年试图改革失败后,这个体制框架仍然是不完整的。更糟的是,它一直是,并将继续被人用于解决它从来就不应该去解决的问题。这样做的原因很明显:

从2008年初,中国政府再次锁定美元与人民币汇率,而利率和市场也被逐渐冻结<sup>①</sup>。大量的美元涌入到中国(见图1-9),创造了巨大的人民币需求,给整个体制带来了巨大压力。政府处理这些压力的方式并不是建立一套完整的制度进行统一管理,而是设立了过多冗繁的专门机构,这些机构共同决策、相互妥协来解决问题。而2010年的结果则是这项金融体系的集中体现。它具有过去苏联老大哥的身影,同时貌似还有点走向资本主义世界的意思。

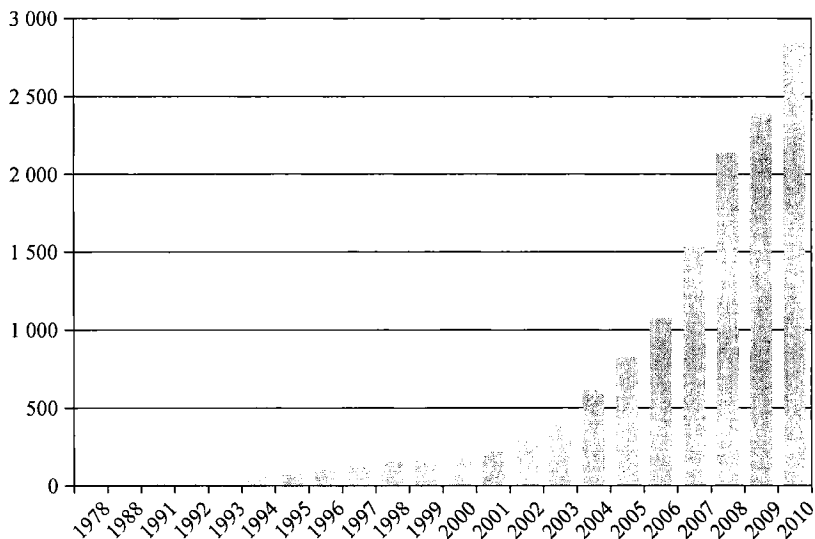


图 1-9 中国的外汇储备,1978年—2010年 单位:十亿美元

资料来源:《中国统计年鉴》

## 中央国企“大家庭”

朱镕基所倡导的金融改革是一场非凡的改革,它强调全面的转型,并且

<sup>①</sup> 中国人民银行2010年公告称,将进一步推进汇率改革,增强人民币汇率弹性,重在坚持以市场供求为基础,参考一篮子货币进行调节。但这并不意味着人民币汇率将会大幅变动。

要求贯彻始终。但是，由于国内独特的政治结构以及共存的各种特殊利益集团，这项改革最终还是未能继续贯彻执行下去。能够撼动这个政治结构的不是什么市场经济，也不是供给和需求规律，而是围绕利益集团而寻求相互制衡的社会机制。从某种意义上说，中国就好像是一个家族企业。当执政群体发生变化时，家族利益平衡会不可避免地发生变化。但这些家族有一个所有的共同利益：体制的稳定性。只有社会稳定，各方才能持续利益的追求。

1998年，亚洲金融危机爆发了，广东国际信托投资公司破产，在这场危机中，这些家族团结了起来。他们一致认为，金融系统的薄弱威胁到他们的体制，并通过国际经验的启发，支持彻底的银行重组。现在，很多年过去了，这场金融危机虽然表面上并没有给中国金融体系带来很大的影响，但其深层次原因是，中国的金融体系和世界金融市场仍然是相对绝缘的。但这的确使这些重要的家族信心百倍。中国坐拥两万亿美元的外汇储备，它的银行在全球“财富500强”榜上有名，这样的国家金融体系怎么会有问题呢？此外，改革使这些家族中产生了一批富可敌国的“国家队”。1200亿美元被撒向北京奥运会、上海世博会和广州亚运会，这些所有的活动都比任何其他的国家曾经举办过的要更大、更好、更昂贵，他们试图向外界彰显财富，以此来证明自己的成功。他们成为了一个自我实现的预言。既然现在整个体制看上去是如此的强大，那还要继续改革干什么？

要想了解今天中国的现状，就不能不了解两点，一方面社会阶层中精英阶层获益于类似西方却无约束机制的市场经济，另一方面则是法律和道德约束的缺失。“国有经济”的贸易保护主义壁垒和所谓“体制内经济”的背后是财富的膨胀，而金钱就是所有的语言。这些垄断型企业被称为“国家队”，他们是中国的“社会主义市场经济”的“支柱”。某位国有企业负责人曾经明智地评论说，“谁拥有的钱并不重要，重要的是谁可以使用它。”在中国，每个人都希望用这笔钱，但是很少有人愿意为如何使用它而负责。

从1978年开始，政治管制开始有所放松，而经济改革的议案已导致在中国国内建立起了两股完全不同的经济力量：国有经济和民营经济。处于首

要地位的是“国有经济”，它在“体制内”运行，经常会和“中国”这个字眼儿发生混淆。长久以来，国有经济都由国家赞助和支持，所有的政治精英都是“国有经济”的受益者。在过去的30年，中国的国有企业一直试图用西方现代企业的面貌将自己包装起来，利用专业的会计师、律师和投资银行家，在外国证券交易所上市。庞大的国有企业已获得了其国际竞争对手的财务技术，并募集了数十亿美元的资本，成长到了一个空前强大的经济规模，所有这些在中国历史上从来没有出现过。但是，这些公司都没有自主的企业，他们几乎很难说是企业。而事实上，他们的高级管理人员，以及公司本身的命运，都完全依赖他们的政治领导人。

由于这些特点，即使中国学到了西方社会的法律体系、会计标准、市场以及其他国际资本主义机制的特征，表面上虽然和西方的那套东西十分类似，但实际运转却是两码事儿。政府的庞大机构和巨大力量，影响遍及中国经济的各个方面。这样，它就不可避免地破坏了其表面上国际化的一些内容。

过去30多年改革开放是一场和平的革命。在社会经济方面，它所取得的巨大成功在过去170年的中国历史上是前所未有的，帮助超过三亿人摆脱了贫困。这样的成就必须得到承认。但是改革之后出现了一些新的问题，例如：政治精英与企业 and 经济部门的关系；政府和各利益群体如何运用西方国家的金融知识；这个国家如何在一条充满危机的路上前进。毕竟，每个国家、任何社会制度都会遇到繁荣和萧条，遭遇丑闻和野蛮的投机热潮。不同之处在于，当问题发生后，每个国家是如何对其进行管理的。我们撰写这本书的目的是，拉开中国的神秘帘幕，向世人揭示那背后的情况，并用世人熟悉的语言来描述这个体制运行的现实，然后展望未来。我们相信，直面现实才是真正有利的和正确的。

## 第二章 中国的银行堡垒

我们不应该照抄照搬美国的东西用于中国,而是要根据中国的实际,来构造自己的金融体系。

——中国国家开发银行董事长 陈元

2009年7月

在中国,金融体系主要是由银行构成的,几乎所有的金融风险都集中体现在银行的资产负债表上。勇敢的中国储户们则承担着这种风险,对于政府所控制的“体制内”经济来说,他们是唯一重要的国内经济资金来源。这在中国的经济和政治体系中最薄弱的环节,国家领导人总的来说对此是心知肚明的,这也就是为什么在过去30年的经济试验中,他们总是竭尽全力去保护这个银行体系,让它们免于直面竞争,不允许它们面临一丝一毫的失败风险的主要原因。尽管中国加入了WTO,但外资银行所占国内金融资产总规模的比例,一直以来都不到2%:很显然,他们的地位根本就不重要。除了竞争的压力之外,政府将银行视作一种基础设施,用于向其珍贵的国有企业提供无限的资本。在党的领导下,各方面的银行风险都必须是可管理、可控制的。

尽管如此,在过去的30年里,这些银行每到年底都会遇到麻烦。它们能够继续正常运转的唯一原因是他们长期受到党和政府充分的、毫无保留的、

代价高昂的支持。在 20 世纪 80 年代,银行系统才刚刚被重新建立时,由于地方政府的贷款失控导致了两位数的通货膨胀率。而 1997 年的亚洲金融危机,则促使中国国内的一家重要的金融机构——广东国际信托投资公司——实际破产。这迫使政府采取了一次自下而上的银行重组,并公开承认不良贷款水平高达 40%。本次重组的起源可以追溯到 1994 年,当时,一个严格按照国际标准设计的框架被勾勒出来,它包括一个独立的中央银行,若干家商业银行和政策性银行。但是,由于随后的高通胀,1994 年的尝试最终不了了之。高通胀在 1995 年时达到高峰,通胀率超过 20%,情形一度失控。总之,2010 年时中国的银行巨头们资本不足,管理不善,事实上,它们早在 10 年前就应该已经破产了。

现在,中国的改革开放已经走过了第三个十年,在此期间,银行完成了重组,并且各项工作都符合国际企业治理和风险管理标准。到 2006 年,四大国有商业银行已成功完成海外上市。在 2008 年的全球金融危机爆发后,中国的银行业表现明显举世无双。它们击败了发达经济体中那些与自己市值规模相当的同行,甚至超过了那些在“财富 500 强”企业榜单中名列榜首的同行。他们似乎已经渡过了全球金融危机。但是,与此同时,执政者面临着中国的出口导向型经济的崩溃,于是沿用自己过去的传统做法,下令银行向困难企业放贷,不遗余力地推动经济向前发展。政府给大规模信贷亮起的绿灯,有可能会抹去中国的银行业在过去十多年里辛苦修炼而成的企业治理和风险管理标准。

到 2009 年年底,中国的银行系统共借出超过 9.56 万亿元人民币,约合 1.4 万亿美元,资本充足率几乎降到国际标准的最低水平。在 2010 年,这些银行都争先恐后地寻求巨大的新的注资,总额超过 700 亿美元(包括中国农业银行 IPO)。未来不难预见,2009 年的贷款盛宴肯定会产生问题,由于贷款的规模过大,在以后两到三年内,中国的银行也可能会出现第三次资本重组。表面来看,中国的大型国有银行,金融业的“国家队”,面临的情况似乎和 1998 年没有什么不同,但事实上,他们面临的问题比 1998 年更严峻。

自 20 世纪 90 年代以来老的“问题贷款”并没有被清扫，只是被掩盖到了地毯下面而已。那些承接不良贷款的“坏银行”（即四大资产管理公司）其资产结构不良是显而易见的，那些剥离了不良资产的“好银行”，最终则依然要对其不良的后果承担一定的责任。中国政府倾向于采用制定临时政策、使用专项资金的办法来无限期推迟兑现银行的亏损，而拒绝外资参与信贷市场。这些，中国的银行业早在 2009 年、2010 年以及 2011 年大幅积累不良贷款之前，就已经极大地制约着中国的金融实力。

中国的银行看起来很强大，实际上是脆弱的。就这一特征而言，它们与中国本身的特点是如此相似。在过去的很长一段时间里，中国人都十分注重表面功夫，并且对于掩盖深层次的问题十分在行。他们以往的经验告诉他们，这种策略是有效的。但是，与以往任何时间的情况不同的是，中国目前已经置身于一个更开放的广阔世界中。如果没有金融体制国际化的改革背景，或许就不会有广东国际信托投资公司的破产。同时，中国的金融体系自身也变得越来越复杂。这种复杂性已经开始侵蚀政府当局传统的解决问题的有效方法，那就是，简单地将钱从一个口袋转移到另一个口袋，然后把剩下的问题交给时间去解决，让人们逐渐淡忘掉所有的事情。这是一个百般纠结的金融疙瘩，仅仅依靠整个体制的经济规模、覆盖范围和看似无限的资本，是不能彻底解决银行问题的。

## 银行就是中国的金融体系

在中国，四大国有商业银行是资本的起点和归宿。如果包括 12 个二线银行，城市和农村银行，邮政储蓄银行，信用社，整个银行体系包含数千个实体。但核心的系统只有四个：中国银行（BOC），中国建设银行（CCB），中国农业银行（ABC），以及最大的中国工商银行（ICBC）。2010 年，国有控股商业银行持有的金融资产超过 15 万亿美元，其中四大国有银行就占了 60% 以上（见表 2-1）。这四家银行控制了中国金融资产总额的 45%。



表 2-1 中国相对控股的金融资产,2009 财年

单位:万亿元(人民币)

人民币	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
人民银行	12.86	16.91	20.70	22.75	25.93
各大商业银行	43.95	52.60	62.39	79.51	95.30
证券公司*	1.60	4.98	1.19	2.03	1.97
保险公司	1.97	2.90	3.34	4.06	5.05
	60.38	77.39	87.62	108.35	128.25

注: \*包括证券公司和基金管理公司

资料来源:中国人民银行,《金融稳定报告》

金融资产集中在银行系统,这是所有落后的低收入经济体最典型的特征之一(见图 2-1)<sup>①</sup>。不同之处在于,在中国的情况下,中央政府对于各个部门的控制是不可动摇的。相对的,外国银行持有很少超过两成的金融资产总额(只有 1.7%,还是经历了 2009 年后的贷款盛宴以后),相比国际近 37%的水平,实在是太低了。这样的情形不会很快改变。一个非常高级的中国银行家曾在 2010 年年初被问及中国政府对外资银行的战略,他表示对外部门的相对开放可能还需要五年左右时间。他说:“我认为并没有很多人会想到这一点,实际上我希望在未来五年的时间里,外资银行的金融资产总额可能会达到 2%到 3%这样的水平。”尽管有过去 30 年的改革开放,尽管有 WTO 协议的要求,但是中国的金融业仍然是在北京的双手中牢牢控制着。其实,通过资产多样化以分散金融风险,在政治上应该也是可以接受的。

当我们讨论中国大规模的增量融资的时候,如果仅仅关注到中国香港、上海以及深圳的股票市场,那就像蜻蜓点水一样肤浅,是完全不够的。事实

① [美]埃斯里·德米尔古克·肯特(Asli Demirguc-Kunt),罗斯·莱文(Ross Levin):《金融结构和经济增长》(*Financial Structure and Economic Growth*),MIT 出版社,2004 年版,第 28 页。

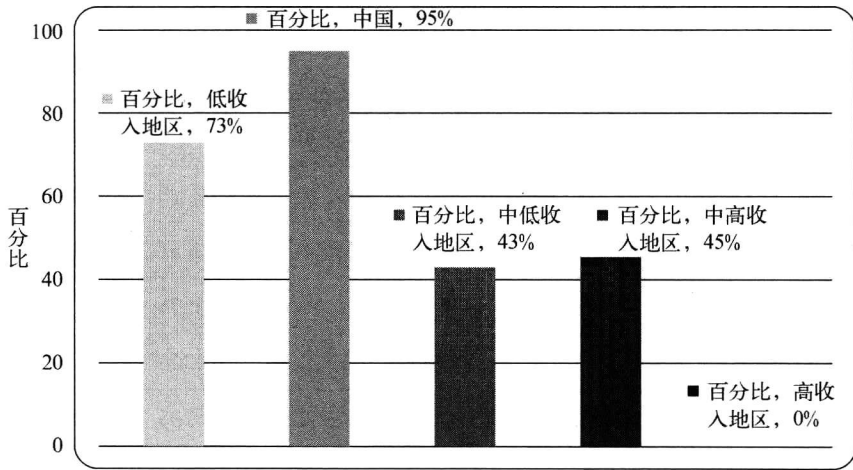


图 2-1 按国家收入划分的国有商业银行所控制的资产百分比 单位：%

注：国有商业银行所控资产在所有商业银行资产中所占的比例，41 个国家的数据。

资料来源：基于埃斯里·德米尔古克·肯特 (Asli Demirguc-Kunt) 和莱文 (Levine) 的数据进行整理 (2004 年)

上,为中国国有经济的引擎高速运转提供资本动力的是大规模的银行贷款和债券的发行。例如,2007 年对于中国股权融资是破纪录的一年:那一年,中国国内通过股权进行融资的规模超过了 1 230 亿美元,然而,同年银行新增的银行贷款总额为 5 300 亿美元,而债券市场融资金额也达到了 3 550 亿美元。过去的十年中,中国国内通过股权市场进行融资的比例在包括贷款和债券在内的所有融资总金额中只是个位数。那么,究竟是谁承销并且持有这些固定收益债券呢?是银行!它们持有的债券总额超过 70% 以上,包括财政部发行的债券。如果看得更深远一点,我们会发现,那些在一级市场寻求投资的机构,它们的资金也有很大一部分来自于银行信贷。在中国,银行就是一切。这一点中国的当局者十分清楚,对于它来说,银行系统既是武器,又是盾牌。

## 中国的银行都是大银行

正如我们所说的那样,中国的银行体系为我们展现了一幅极为复杂的

图像,就如美国的体系那样。中国的银行体系包括:五大国有商业银行(工、农、中、建、交),三家政策性银行,12 家中等规模的银行,也就是人们所说的股份制银行,一家邮政储蓄银行,147 家城市商业银行,85 家农商行,223 家农村信用合作社,63 家信托投资公司,一系列的金融和汽车租赁、货币经纪公司、财务公司,40 家地方性的外资银行子公司,当然,还包括至少 4 家大型资产管理公司。这一共总计 3 769 家金融机构,拥有大约 19 600 个分支机构和网点,以及 300 多万名员工。

但是这幅图像是十分误导人的,因为只有四大国有商业银行外加交通银行是重要的。这五大银行持有了 59% 的政府债券,85% 的央行票据,以及 44% 的所有公司债务。它们为其他银行提供了 32% 的银行间拆借和固定收益融资,并为其他非银行金融机构如保险公司和信托公司提供了 76% 的融资服务。相比而言,另外 12 家股份制商业银行,如招商银行、中信银行等,只持有 17% 的政府债券,提供了 21% 的企业融资,以及 25% 的银行间拆借。

如果我们从银行融资来源的角度去看一下中国的银行体系(见图 2-2)就会发现:工、农、中、建、交五大银行拥有了 58% 的家庭储蓄,50% 的企业储蓄,并且在整个金融体系中其资本拥有半壁江山。而股份制银行则拥有 29% 的企业储蓄,9% 的家庭储蓄,这使得它们过度依赖银行间市场,因此它们接受了 34% 的银行间拆借和 30% 的来自非银行金融机构的借款。它们看上去资本十分不充足,仅仅占有整个金融体系资本总量的 10% 左右。

在这里我们就能看出农村商业银行和信用合作社的整体价值了。它们掌握了 16% 的中国家庭储蓄。如果把它们和同样注重农村市场的中国邮政储蓄银行放在一起考量,那么这个比例就达到了 26%。其实很多人不知道的是,这些不知名的金融机构成为了中国金融体系流动性的重要贡献者。当然还要注意的,中国国家开发银行比较特殊:它的融资主要依靠债券发行(比例占到总额的 88%)和中央银行贷款(比例占到总额的 75%),我们将在第五章为大家详细介绍。

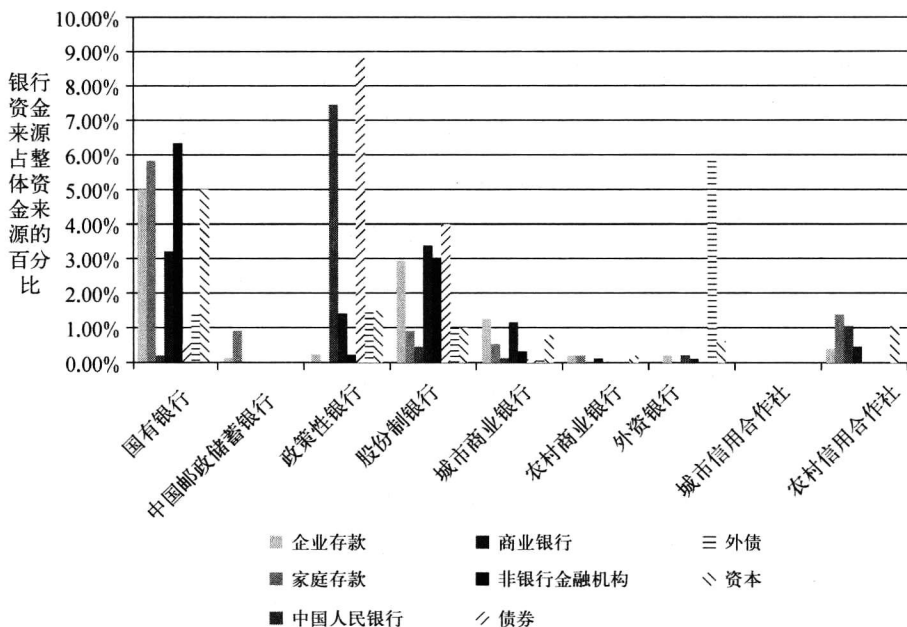


图 2-2 银行融资来源, 2010 年度

注：单位为百分比。

数据来源：中国人民银行，《金融稳定报告》，2011 年

## 危机：刺激银行改革, 1988 年和 1998 年

今天的银行系统是中国国内金融危机的产物。中国国内的金融危机始于中国三十几年前的改革开放初期,并持续了 20 多年的时间。1976 年,当“文化大革命”结束的时候,中国几乎没有现代意义的银行系统和金融机构,北京面临着金融体系设计构建的问题。当时的领导人很自然地目光投向了苏联的金融体系模式。这种模式可以描述为,一个大的统筹计划之下的财政部以及几个小型的银行,主要做一些短期的资金借贷业务。中央银行的作用没有突显。最重要的一点是,当时的银行不是由北京统一进行管理,而是由各个省级党委、政府管理,满足地方政府对资金的需求。

在1980年代末,这种模式发展成为放贷狂潮,最终结束于通货膨胀。1992年,邓小平在深圳发表的讲话将整个经济和银行系统直接拉回到了1988年以前。当时中国经济出现了巨大的泡沫,随之而来的是泡沫破裂,最明显的例子就是1993年海南的房地产市场泡沫的破裂(本章后面会提到)。

为了配合中央政府在1990年做出的关于建立股票市场的决定,到1994年,北京放弃了苏联的银行模式,转而学习美国的金融发展经验。根据新的银行法规和会计规则,中国政府建立起一个独立的中央银行,并且开始着手四大国有商业银行的转型。同时,建立了三家政策性银行持有非商业性贷款。但是由于朱镕基总理将控制通货膨胀放在首要位置,这一努力的目标当时未能实现。直到1998年亚洲金融危机的发生,以及广东国际信托投资公司的破产,才使得中国的银行系统的改革重新回到了1994年开始铺设的道路上来。

中国的国家领导人,不管是现任的还是已经离任的,他们都明白:一个国家的金融机构对于其金融和社会稳定有着巨大的意义,如果金融机构出现问题,那么将极大地威胁中国的金融和社会稳定。同时,他们还不十分清楚应该如何减少金融机构对于稳定的威胁。对于中国政府来说,管理和控制是一种传统。而对银行系统来讲,如果缺乏控制,就会发生新的危机。为了实现对金融机构的管控,从1998年,朱镕基和他的团队采用了更为先进和复杂的办法。就像他们在改革国有企业时做的那样,这个团队试图采用国际公司治理和风险管理方法,创造一个更为独立的银行系统。这次改革的主要决定就是,让中国的金融机构赴中国香港上市而不是在上海上市,这样就能够将银行系统的监管交给国际监管机构、审计机构、投资者和法律机构。事实上中国的银行业在20世纪80年代和90年代的经历已经能够清楚地表明朱镕基总理为什么会做出这样的决策,而2009年中国银行业发生的事情则更进一步地说明了这个问题。

## 20 世纪 80 年代的扩张

中国的经济 1977 年前曾一度濒临破产，当时的商业机构和政治机构一样，留下的是一大堆烂摊子。那时的中国几乎没有现在所谓的国家经济，事实上只是集合了地方政府所有的资产而已。那么用什么样的战略才能够让这些资源重新聚合在一起呢？如果我们回顾 1949 年的革命，我们会发现，当时的中国试图建立起一个中央统一计划下的体制，这套体制的建立采纳了 20 世纪 50 年代苏联专家的建议。但是如果我们把这段时间分析一下，我们可以发现在 20 世纪 50 年代中国经历了一场反右运动，这场运动使得整个经济体系的建设只有开始，而后半途而废。从 1957 年至 1962 年，中共和苏联的关系发生恶化，苏联方面撤回了大批专家。在高成本的所谓“大跃进”运动期间，毛泽东曾一度“退居二线”，但他很快又回来了。1966 年国家进入了漫长的“十年动乱”时期。

在当时那样的混乱时期，实行计划经济体制的中国，怎么能够保证经济计划的到位和正确呢？不管这个问题的答案是什么，在 1976 年粉碎“四人帮”之时，中国并没有什么银行体系，所有的事情都需要重新规划、重新建立。而当时人们唯一所知道的经济模式就是当初苏联专家留下的苏联模式。在 1978 年开始实行改革开放的时候，中国只有一家银行，就是中国人民银行。那时的人民银行只是财政部的一个部门而已，总行只有 80 多名员工。而就是从那时开始，一个爆发式的金融机构改革开始了！

政府对于建立新的银行和非银行金融机构有着广泛的积极性和热情，因为他们认为这是金融现代化的表现（见表 2-2）。到 1988 年年底，全国就有了 20 家银行机构，745 家信托投资公司，34 家证券公司，以及 180 家典当行和不计其数的融资公司，正如雨后春笋，遍地发芽。每一级政府都建立了他们的金融实体，就像我们现在所说的地方融资平台一样。因为在当时，什么东西只要和“金融”挂上点边儿，就能轻松地召唤巨大的财富。

表 2-2 20 世纪 80 年代中国出现的金融机构

	机构类型	成立日期
1)	20 家银行机构:	
	中国人民银行	1978 年 1 月
	中国银行	1978 年 1 月
	中国人民建设银行	1978 年 8 月
	中国农业银行	1979 年 3 月
	中国工商银行	1984 年 1 月
	中国投资银行	1994 年 4 月
	厦门国际银行	1985 年 12 月
	邮政储蓄	1986 年 1 月
	嘉华银行	1986 年 4 月
	城市信用合作社	1986 年 7 月
	爱建信托银行公司	1986 年 8 月
	温州市鹿城城市信用合作社	1986 年 11 月
	交通银行	1987 年 4 月
	中国招商银行	1987 年 4 月
	中信实业银行	1987 年 9 月
	烟台住房储蓄银行	1987 年 12 月
	深圳发展银行	1987 年 12 月
	丰富住房储蓄银行	1987 年 12 月
	福建工业银行	1988 年 8 月
	广东发展银行	1988 年 9 月
2)	745 家信托投资公司:	
	中国国际信托投资公司	1979 年 10 月
	中国工商银行信托	1986 年 4 月
	沈阳市信托投资公司	1986 年 8 月

续表

	机构类型	成立日期
	中国农业信托投资公司	1988年
	中国银行信托投资公司	1988年
	中国经济发展信托	1988年
	广东国际信托投资公司	1980年12月
3)	34家证券公司	1988年
4)	180家典当行	从1984年开始
5)	未知数量的融资公司	从1984年开始

早期复兴伊始,几乎没有什么专业人才,因此银行就不得不沦为政府的一个附庸。在当时,政府曾专门印发了一个文件来明确规范银行的职责,即中央银行和专业性银行的工作应该着眼于客观经济发展、货币政策稳定并且提高社会生产力。这句话将经济增长和稳定货币相提并论,但在政府的眼中,前者将永远占主导地位。更严重的是,这种制度设计有一个基本缺陷,那就是银行组织实际上成了地方政府行政系统的一部分。虽然当时央行已经成为了国务院的一部分,但是它的关键办事部门都在其省一级机构,而在那里,他们会受到地方党委的控制。在整个20世纪80年代至90年代,地方党委不仅控制着当地商业银行系统官员的任命,更控制着当地人民银行官员的任命。当然,地方政府对银行系统管理的这一偏好会一直存在,因为这样可以更加容易获得本地发展所需要的资金。而这一切的后果则是在80年代后期发生的严重通货膨胀,加之训练不足却热情有余的工作人员,那时的政府无异于是在“玩儿火”。

正如在2009年这些机构慷慨地放贷一样,在20世纪80年代后期,官方公布的通货膨胀率达到近20%(见图2-3)。加之各种行政手段的强刺激,在当时的一些地方银行,开始出现了挤兑的情况。通货膨胀、腐败和缺乏领



导经验,最终在1989年酿成风波。经过1989年和1990年的严厉整顿之后,好戏终于重又拉开了大幕:1992年邓小平在广东视察并且做出了一系列的讲话,而在那时,中国的金融体系也开始失去控制。海南房地产泡沫的破裂就很能说明当时的问题。

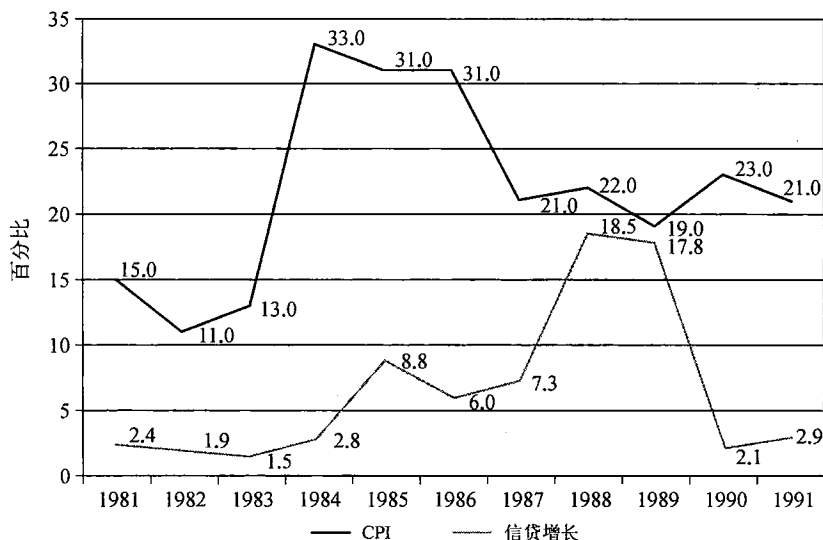


图 2-3 1981—1991 年通货膨胀与贷款增长

资料来源:《中国统计年鉴》;《中国金融统计》,1949—2005年。

## 海南房地产泡沫

1988年4月6日,海南省经济特区成立。当时的海南和现在大不一样,还不是一个超星级酒店汇集、时尚名模趋之若鹜的地方。这里只是一个落后的热带岛屿,有一些自然资源和美丽的风景,它的地理位置在中国南海的石油和天然气田附近。然而,由于北京的决定,它竟然在很短的时间上演了中国版的“狂野的西部”(Wild West)。在经济增长的承诺和预计将产生

超过 30 个优惠的投资政策的吸引之下，数十万热血青年涌向海口和三亚。这些政策鼓励发展出口产业，同时导致酒店、娱乐业的兴旺，当然还包括房地产市场的蓬勃发展。

如果说深圳因为靠近中国香港而成为最具西方色彩的经济特区，那么海南就是纯粹的中国版本。这个岛屿面积在中国仅次于中国台湾的地方，当时金融也还是一片空白，但 21 家信托投资公司竟然一夜之间就冒了出来。在海南，信托公司就是银行。在这片中国经济的处女地，竞争是异常激烈的。当时没人会去关心什么出口行业。每个人对自己的机会都心知肚明：房地产。在中国，房地产可是一个永恒的主题。信托公司的特殊地位，加之土地使用权的买卖转让，创造了爆炸性的获利机会。突然间在海南出现了两万多个房地产实体，平均每 80 人一个地产公司。在三年内，房屋价格翻了两番。

海南房地产热潮的催化剂来自海外：日本的熊谷组在海口获得了 30 平方公里土地的 70 年租赁合同。熊谷组后来在亚洲金融危机时破产。让我们来想象一下这样一笔交易：一家公司将港口开发用地转作为住宅开发，以每亩 300 万元人民币的价格出售了 900 亩的土地。而在当时，工业用地只售每亩 13 万元至 15 万元人民币，哪里还有什么商人会去发展港口建设！在这样的机会前提之下，有人说要买下海口的每一寸土地就不是一个狂妄的空想。在 1992 年，使海南得到快速致富的商业模式很快蔓延到了整个国家，这一年，似乎一切皆有可能。

随后在 1993 年，朱镕基总理开始努力控制管理国家的经济，特别是房地产行业。下金蛋的鹅突然没有了，投机者们作鸟兽散，留下了 600 多个烂尾工程和价值 300 亿元人民币的坏账。当时，单纯这一个经济特区的坏账就相当于全国财政预算的 10%，占全国坏账总额的 8%。这就是所谓的富有创造性的中国地方融资平台。在 2010 年，在中国每一个省的省会城市都在发生着同样的事情，政府在利益的驱动下大肆推动银行贷款。海南房地产的崩溃直接导致了在 1994 年政府第一次试图努力推行“好银行和坏银行”改革。作为一系列改革措施的一部分，中国政府建立了三家政策性银行，包括现在

著名的中国国家开发银行(CDB),负责政策性贷款而非商业贷款。与此同时,四大银行则要成为完全商业化的机构。然而,这一现代化大银行的战略,从来没有得到有力的推动,直到1998年时广东国际信托投资公司破产。

## 广东国际信托投资有限公司

海南房地产危机的爆发只是中国系统内部自身的原因,而广东国际信托投资公司的问题就不那么简单了,因为当时广东已经暴露在全球经济的大环境之中。广东国际信托投资有限公司在1998年的破产对中国构成了真正的威胁。这件事情可能早已被人遗忘。那时,广东国际信托投资公司接受广东省委管理的方式与现在金融机构受监管和管理的方式不一样。在最近的2008年,强大的中信泰富通过纯粹的投机交易和未对冲的外汇对赌,烧掉了超过20亿美元(之后不得不重新接受注资)。广东国投事件发生的时候整个亚洲都在经历金融危机。尽管当时,面对金融危机中国显示出了平静的姿态,但那时的广东也面临着出口下滑带来的巨大打击。广东省是中国与世界联系最为紧密的地方,是国际贸易和境外投资的重点地区。在那时,也就是十几年前,中国的外汇储备只有1450亿美元,而外债高达1390亿美元。

广东国投的破产,是迄今为止第一个也是唯一一个正式在中国申请破产的主要金融机构,这次事件的爆发,促使党和政府下决心进行金融制度改革。这件事情也引发了针对中央政府作为重要金融机构背后支持的承诺的质疑,当然不是针对其能力的质疑。在20世纪90年代的时候,广东国投曾是全国最大最重要的信托公司,也是作为广东,当时最为富有的省份的国际借贷的窗口。1993年广东国投在美国首次也是唯一一次发行1.5亿美元债券的时候,穆迪和标准普尔对广东国投给予了和财政部同样的信用评级。广东国投的高层管理者在外资银行家中十分出名,因为他对于参与跨境外汇交易和衍生产品市场非常积极。广东国投的一家子公司也在中国香港上

市,并且成为了《商业周刊》的封面故事。<sup>①</sup>那时,外资银行家们都喜欢和他们“亲密”的朋友黄炎田主席在广州60层高的会所中品尝红酒。广东国投是当时的“国家队”老大,是所有国家队员的鼻祖。

事件的爆发对于管理不善的公司来说都如此的相似,时任总理的朱镕基开始觉察到,道德风险对于金融系统威胁极大。在这一点上,政府的做法和2009年发生的事情相比有很大的不同,这一点我们在后面还会谈到。广东国投破产的直接原因是1998年无力偿还1.2亿美元外国贷款。朱镕基当时对于此无法估量的财务损失十分愤怒,当即责令广东省政府1998年10月关停广东国投。1999年1月,广东国投被宣告破产,国际金融界认为这对于中国是一个巨大的冲击。于是各种传言开始迅速传播,无论是在国家的内部和外部,人们都认为“中国商业银行在技术上已经事实破产了”。这些具有一定威胁意味的断言迫使朱镕基总理在1999年3月的全国人大新闻发布会上向记者作出以下澄清:

“我觉得那些债权银行以及某些金融机构对这个问题的估计太悲观,就是认为中国已经发生了金融危机,没有支付能力,不讲信用。中国经济保持快速发展,现在有1465亿美元的外汇储备,国际收支是平衡的,完全有能力偿还债务,问题是这种债务是不是应该由政府来偿还。”<sup>②</sup>

鉴于国际的关注,以及加强金融监管的愿望,朱镕基下令广东国投按照国际标准进行破产。国际知名会计师事务所毕马威负责对广东国投进行破产清算,整个破产过程公开透明。针对广东国投的调查要比之前针对国内任何一个金融机构的调查都要公开彻底。这是一起值得被记录的公众事

<sup>①</sup> 细节请参考“红色资本主义世界：黄炎田的金融发电厂正在改变中国”，《商业周刊》，1994年5月。

<sup>②</sup> 李利明，曾人雄：《1979—2006：中国金融大变革》，上海人民出版社，2007年9月版，第474页。

件,不应该被遗忘。其失败的规模是十分惊人的。毕马威会计师事务所 1999 年 4 月所做的初步财务审查发现,当时广东国投拥有 260 亿美元的总资产,但负债已高达 440 亿美元。在长达四年的破产清算过程中,494 个债权人索赔共计 560 亿美元,其中 470 亿美元归属于 320 个外国债权人代表。

最后,广东国投的债权人所面临的事实是,90%的公司贷款和承诺是永远不可能得到偿还的。广东国投在全省投资了超过 105 个股权投资项目,超过 80%的项目都失败了,没有任何价值。广东国投本身的破产回收率(Recovery Rate)是 12.5%,而它的三个主要子公司的回收率为 11.5%至 28%不等。当我们把事件逐渐展开的时候,我们会越来越震惊。这些数以亿计的美元最终都去哪儿了呢?答案是,许多广东国投所投资的房地产和基础设施项目仍然存在,但现在他们都在政府所拥有的其他口袋里。

今天,在 2010 年,央行官员和监管机构正准备爽快地承认,许多在 2009 年的贷款项目并没有产生直接的现金流,如房地产和高速铁路的项目等等。即便如此,他们会继续认为,在未来这些基础设施投资将会产生很大的价值。他们现在所描述的就是广东国投当时的融资模式。唯一的问题是:哪一个公司将最终接下这个不良贷款的接力棒?

然而,在 1998 年,朱镕基对不良贷款并没有采取如今这种乐观的看法的。广东国投的破产导致了全国数百个信托公司和农村信用社的关门。更为重要的是,在那之后,中央政府开始着手进行四大国有商业银行的改革,使其直接受中央的管理,并且开始了金融体制改革。朱镕基明白:如果广东国投是一场金融风波,那么其他国有银行又有什么不同呢?答案当然是:没有。从那之后中国就开始了以美国金融体系为标准的大刀阔斧的银行体系改革。在当时看来,美国的金融体系是世界上最为先进的。

## 2010 年中国的银行堡垒

总体来说,中国的整个银行业经受住了 2008 年金融危机的打击,这是对

当时朱镕基所要求的改革的一个见证。虽然在发达国家,许多主要银行都在 2008 年的金融危机中宣告破产,而中国的银行业似乎并没有发生太大波动,反而有人认为,中国银行业的实力得到了一定的增强。中国在上海和中国香港交易所上市的银行中,有六家人列“全球财富 500 强”。中国工商银行就是其中之一,它的市值全球第一,同时它也是世界第二大的公司,仅次于埃克森美孚(见图 2-4)。相比之下,美国目前最强的银行摩根大通,以第 19 名的成绩远远落后。而就在 1998 年的时候,中国的银行业不良贷款率超过 40%,在那时看来中国的银行面临的改革之路多么漫长遥远啊。

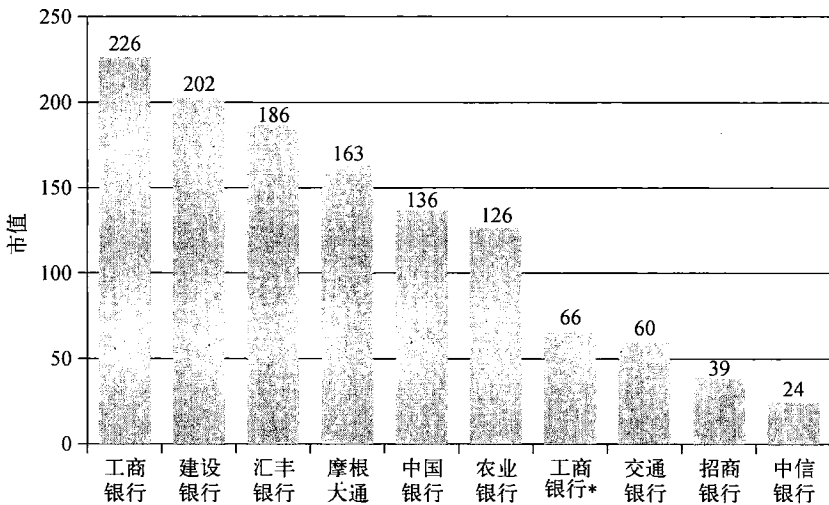


图 2-4 “财富 500 强”排名的中国银行与摩根大通公司市值,2008 财年 单位:十亿美元

注: \* 经彭博资讯调整  
资料来源: 彭博资讯

而事实上,十年后的今天,中国的银行业更强大了,它的工作人员也更加专业。中国银行业的高级管理者在这个行当里迅速学会了真正的银行家那样的言行与做派。现在中国也有了一个更加复杂和国际化的银行监管机构。但是,当我们凑近看一看,就会发现,这种奇迹之所以会被称之为“奇迹”,是因为他们本身就是屈指可数的。图 2-4 本身就是一个误导,因为它

在拿不同的事物做比较,就像拿着苹果去和橘子比。摩根大通能和工商银行放在一起做比较么?摩根大通的股票 100% 都在市场上交易流通,而工商银行只有 30% 的股票是可以在市场上自由交易的(见图 2-5)。公司的总市值是根据银行的股份总数乘以一个股票交易的市场价格来计算的。而其假设前提就是,在真正的国际市场上,该公司的股份全部上市进行自由交易。由此而计算产生的公司市值,实际上体现了投资者对于公司可持续经营业务的估值达成的共识。正如在一些其他地方体现的那样<sup>①</sup>,例如在 A 股和 H 股,中国著名的各种限售股都有自己不同的估值。工商银行市值的多少很大程度上取决于到底用哪个市场的估值。

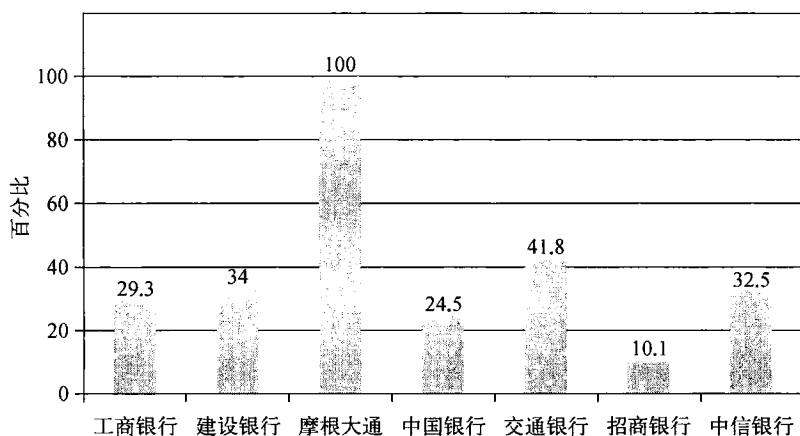


图 2-5 可比上市银行中可自由交易股票的比例,截至 2008 财年

资料来源: Wind 资讯

为了计算出工商银行的市值,彭博资讯的分析师们需要将其中国香港部分上市的股票市值和中国境内上市的股票市值相加才可以。而其国内的股份包括 A 股在上海市场交易的股份和一部分被中国政府机构持有的不能上市自由交易的股份。但是,后者的价值全部都用上市流通股票的价值来

<sup>①</sup> 本书作者所著:《私有化的中国:中国股票市场内幕》,Oversea Publishing House 出版社,2006 年版,第 181 页。

计算。如果政府想要出售他所持有的大把工商银行股票中的一小部分，那么 A 股上市的工商银行股票价格还会是这么多吗？2001 年 6 月份 A 股市场对于中国证监会关于此类问题规划的反应已经很能说明问题了：市场暴跌！<sup>①</sup> 中国所有其他的公司和银行实际上都面临着类似的股份制结构和估值的问题。在中国这样的市场结构中，很难给出一个合适的估值方式，使其能够和境外发达的自由经济体中的上市公司做比较。

为了更好地证明这一观点，我们可以做一个简单的计算：例如中国工商银行上市可自由交易的股票占总股份的 30%，其总市值为 2 010 亿美元，因此其可自由交易部分的股票价值约为 600 亿美元，我们可以把这个数字当作银行的市值来看。这种方式考虑到了所有股份上市自由流通后的稀释效应。虽然这种方式太粗犷，但是也没有什么方法能比它更准确的了。但是不管这个数字应该是多少，至少有一点是很明显的，正确的估值一定要大大低于如前所述彭博研究员计算出来的数字。

市场并不单单是一个估值机制。国际上的股票交易市场之所以被称之为“市场”，是因为上市公司在那里可以被自由地买卖。在中国大陆和中国香港，中国政府对于市场有着很严格的控制。在那里，股票可以被自由买卖，但是公司并不可以。大型的兼并收购并不能通过交易所进行。它们属于中国国有资产整体中的一部分，所有的价格都是人工制定的。想要在交易所通过公开市场收购一家中国国有上市银行或者证券公司的股份并且得到控股权，是根本不可能的事情！

但是根据总资产，我们可以比较直接地用中资银行和美资银行做对比。事实上，如果用这种方法，我们可以发现很多外资跨国银行都比中资银行规模更大甚至比最大的中资银行更大。这并不是没有道理的，因为发达经济体的 GDP 是中国的很多倍。但是从图 2-6 中我们可以看出，中国的四大国

---

<sup>①</sup> 本书作者所著：《私有化的中国：中国股票市场内幕》，Oversea Publishing House 出版社，2006 年版，第 9 章。



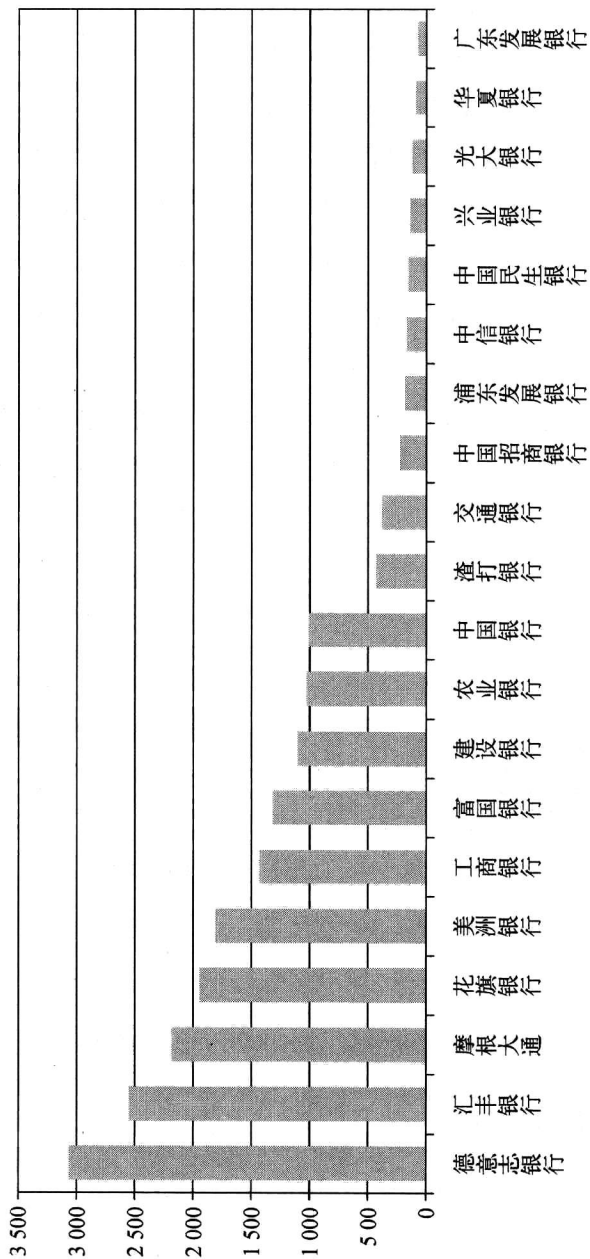


图 2-6 一些国际银行和中国银行的总资产排名, 2008 财年 单位: 十亿美元

资料来源:《银行家》杂志和各相关机构的年度报告

有商业银行和他们的很多外国同行们属于同一个梯队，并排在中国其他二线银行之前。资产规模的确为我们提供了一个评判银行实力的标准，但是，这并不是一个十分可靠的办法，真正有用的是资产质量。

资产质量将触及到整个问题的核心。如果我们了解中国的银行是如何从坏账问题中解脱出来的时候，我们就能意识到，他们在这方面仍然十分薄弱。图 2-7 向我们展示了从 1999 年至 2010 年这几年间银行坏账下降的情况，这的确是令人印象深刻的。在 2000 年银行开始剥离总值约 1 700 亿美元的坏账之前，1999 年四大银行的不良贷款比例高达 39%（不良贷款/贷款总额）。从 2001 年至 2005 年，中国工商银行、中国建设银行和中国银行剥离减记了将近 2 000 亿美元。在 2007 年，中国农业银行，四大商业银行中的最后一个进行了重组，剥离了 1 120 亿美元，至此，四家国有商业银行总计剥离了约 4 800 亿美元。

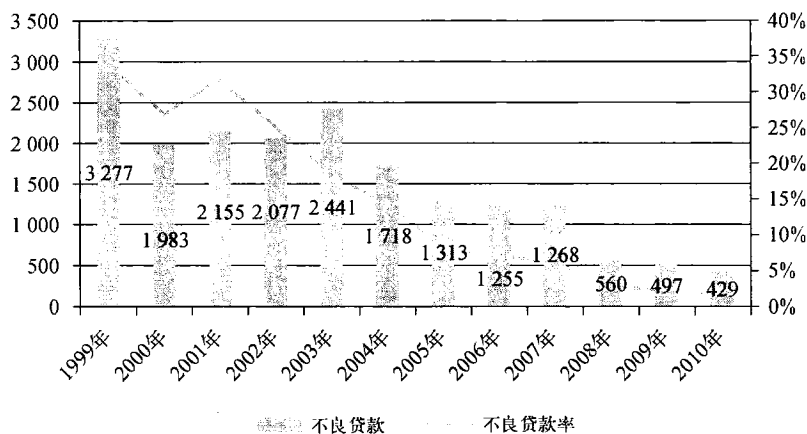


图 2-7 17 家中国银行的不良贷款趋势, 1999—2010 年 单位：十亿元

注：1999 年至 2002 年的数据以中国的不良资产划分方式为准，2003 年开始按照国际标准对不良资产进行划分。

资料来源：1999—2002 年数据，《1979—2006：中国金融大变革》；2003—2010 年数据来源，中国银监会

这些不良贷款的大部分起源于 20 世纪 80 年代末和 90 年代初银行系统毫无控制地发放大量的贷款，就像在 2009 年发生的那样。如果真是这样的

话,这近4800亿美元的不良贷款,相当于中国1988—1993年五年期间国内生产总值的20%左右。就在1993年当年,朱镕基总理果断地踩下了刹车。而更重要的一点是,这些银行竟然在开始重组以前已经默默地背负着这些不良贷款走过了5年时间。又过了10年,这些不良贷款的问题才被解决(还不是全部被减记掉)。

20世纪80年代美国的储蓄和贷款危机可能会给中国遇到的不良贷款问题带来一些启示。在美国由于政府提供的存款保险制度,存款风险被转嫁给了全体纳税人。经联邦存款保险公司(FDIC)测算,在1986年至1999年期间,在美国倒闭的1043个储蓄机构持有超过5190亿美元的资产。在存款保险公司提供保险之后将对倒闭的银行资产进行清算,清算后计算出实际亏损仅有1530亿美元<sup>①</sup>,也就是说当时的资产回收率超过60%,剩下部分就由纳税人承担了。而在中国,这个类似的比例仅仅为20%。

如图2-6所示,这种巨大的回收率波动和坏账比例迅速减小,产生了一连串的问题。如果,现在中国银行的不良贷款率真的已经恢复到了一个很好的程度,其原因究竟是因为他们把钱贷给了更好的有能力并愿意偿还贷款的公司呢,还是原来的拖欠贷款的国有企业客户开始按期偿付了呢?如果原因是后者的话,为什么前面的问题贷款回收率如此之低呢?当然不可能是客户群的变化:绝大多数中国的银行都会贷款给国有企业,这主要是因为他们比起私营企业,更会被视为可靠的客户。但现在看起来,这种态度似乎是错误的。

政府告诉银行要贷款给国有企业,但它似乎无法告诉国有企业要按期去偿还贷款。这个问题的核心所在就是:地方党委、政府要求银行在任何情况下都要支持国有企业。如果国有企业贷款到期无力偿还,当局不会责怪银行家经营不善而赔钱,但如果银行家“不听招呼”那就一定会被责怪。因

---

<sup>①</sup> [美]蒂姆西(Timothy Curry),林恩(Lynn Shibut):“储蓄的成本以及贷款危机:事实和后果”(The cost of saving and loan crisis: truth and consequences),《美国联邦存款保险公司报告》,2000年12月。

此简单的只对银行系统进行改革，而不对整个国有企业和政府体制进行改革，是不能解决问题的。事实上，在过去十年里不良贷款率的优化反映了国有企业对于归还贷款的意愿的提升，以及之前投资建设的一些项目开始产生了现金流，或者对坏账的一些其他优化安排等等。

## 对于资金和现金分红的渴求，2010年

如果信贷发放的标准真的有所提高，那么我们根本就不用去关心2009年以后的贷款狂潮会有什么样的后遗症。中国银行业的资产负债表将保持稳健，而对于坏账的减记也将处于一个可控的状态。但是，2010年大家对于资本渴求至极的疯狂局面似乎告诉我们情况并非如此。中国工商银行行长杨凯生曾写过一篇独特而直接文章，来分析中国的银行面临的挑战<sup>①</sup>。在文章中，他这样描述中国的金融体系：

在我们国家现在这个经济发展的阶段，我们必须保持宏观经济8%的年增速，这就相应需要有大量的资金投入。我们的国家的金融系统主要是以间接融资为主(通过银行)；而通过资本市场直接融资的比例十分有限。

这段话提到了中国银行系统中两个重要的事情。首先，是宏观经济每年整体8%的增长目标，需要资本投资来拉动。第二，资金来源主要是依靠在中国的银行。换句话说，银行贷款是实现GDP年均增长8%的唯一方式。杨凯生行长对信贷增长、盈利能力以及分红率作了预估，并提出，三大国有银行外加交通银行在未来五年内需要4800亿人民币的新增资本，约合700

---

<sup>①</sup> 参见《21世纪经济报道》，2010年4月13日。

亿美元<sup>①</sup>。杨行长给出的时间是五年,但是这些银行在短短的一年内,即2010年,就试图新增这么多资金的融资额。撇开中国农业银行(ABC)提出的290亿美元的IPO融资目标,截至2010年4月,其他银行已经宣布,计划将募集2870亿元人民币(约合421亿美元),如表2-3所示。事实上,在2010年末,四大银行融资额已经超过了3300亿元人民币。

表2-3 五大银行融资情况,2010财年

	IP 融资 (10 亿 美元)	IPO 前 核心资本 充足率	2009 年 核心资本 充足率	再融资 计划(10 亿人民币)	计划融 资额 (10 亿 人民币)	2010 年实 际融资额 (10 亿 人民币)	2010 年 核心资本 充足率
工商 银行	21.9	12.23	9.86%	A 股 可转债	25	50.3 A 股 可转债	9.97%
				A 股增发	45	44.2 A 股 定向增发	
建设 银行	9.2	11.09	9.57%	A+H 股增发	75	59.3 H 股 定向增发	10.40%
						2.4 A 股 定向增发	
中国 银行	11.1	11.44	9.37%	H 股增发	60	59.3 H 股 定向增发	10.90%
				A 股 可转债	40	85.7 次级 债发行	
交通 银行	2.2	NA	7.90%	A+H 股增发	42	17.1 A 股 定向增发	8.08%
						31.2 H 股 定向增发	
农业 银行	NA	NA	7.74%	A+H 股 IPO	200	143.8 A+ H 股 IPO	9.97%

① 杨凯生这里并没有包含农业银行,农业银行在2010年才上市。

续 表

	IP 融资 (10 亿 美元)	IPO 前 核心资本 充足率	2009 年 核心资本 充足率	再融资 计划(10 亿人民币)	计划融 资额 (10 亿 人民币)	2010 年实 际融资额 (10 亿 人民币)	2010 年 核心资本 充足率
总计	44.4				487	493.3	
除去农 业银行 融资后 总计					287	349.5	
按美元 计算 (十亿 美金)	44.4				71.4	75.9	

来源：银行年报及中期报告，彭博资讯

这是一个惊人的数字，因为此时距离他们 2005 年和 2006 年的巨量 IPO 只有四到五年的时间，那时他们总共已筹集了约 544 亿美元。杨行长认为，如果考虑到市场风险，运营风险，以及日益严格的对资本的要求，那么银行的资本金需求将会更大。但是这里他并没有提到不良贷款的风险。尽管杨凯生行长并没有向外界点破，但是他在这里似乎想说明，这种由政府领导管理的银行体系似乎行不通。这是对朱镕基在 1998 年提出的银行模式的一种防御。

过去 30 年的经验表明，中国的银行和他们的商业模式是资本密集型的。银行在 20 世纪 70 年代、80 年代和 90 年代有规律的起起落落地发展着。又一个十年过去了，现在的银行已经用完了当初的资本。即使他们看上去都很健康，并在 2009 年宣布了自己创纪录的利润总额和很低的不良贷款率，但是位于第一梯队的三大银行的资本充足率正在迅速接近 9%，在 2005 年、2006 年刚上市的时候，他们的资本充足率还有 11%。当然，2009 年的放贷狂潮是直接原因。一家著名外资银行的分析师点评道：中国银行业的增长

模式需要他们每隔几年来资本市场上融一次资。没有什么办法能够解决这个问题,这是长期悬在市场之上的一把利剑<sup>①</sup>。但造成这种状况的不仅仅是2009年的贷款,或者甚至那种推动他们对资本产生永无休止渴求的经营模式,还有他们的分红派息政策。

图2-8中的数据显示三大银行在2004年至2009年期间实际支付的现金股利,在此期间他们一个个相继在中国香港和上海上市。该图还显示了这些银行通过IPO从国内和国际的股票投资者那里募集到的资金。这些银行支付的股息共计折合540亿美元的资金,完全匹配在市场上筹集的资金。这意味着什么呢?这意味着国内和国际的投资者将大把的钞票投资给中国的银行,只是为了这些银行能够给他们的大股东财政部和中央汇金公司支付股利。这些股息为代表的真正的第三方现金直接从银行转移到国家的库房。为什么国际投资者并没有能首先拿到这笔钱呢?

当然,上市公司会按照一定的要求向股东支付股利。事实上,高分红也是银行吸引投资者的一个方面。但是,中国的银行呈现出了另一幅景象,那就是,高分红同时伴随着资产负债表的高速增长,以及阶段性的融资活动,还有国家对于上市银行股利分红的安排。这些事实都让我们不禁联想,这些资金的安排似乎是早有计划的(见图2-8)。

投资者,而不是投机者,拿自己的钱去投资公司的股票,包括银行,是预期能够创造价值的。但就这三家银行的情况来看,事实似乎并非如此,因为资金没有留在银行。是的,少数国际投资者并没有以市场价格购买这些银行的股票。这样会给人一种能够在投资组合中创造价值的印象。但是股票价格的运动主要取决于一些市场运行的数据,比如,整个中国宏观经济的表现等等。这不能与价值投资混为一谈,因为事实上这些银行并没有将资本好好运作来为投资者创造价值。单纯就此原因看来,通过市值排名来看银行实力是有失公允的。

---

<sup>①</sup> 工商银行声称中国的银行业需要700亿美元的资本金,彭博社新闻,2012年4月13日。

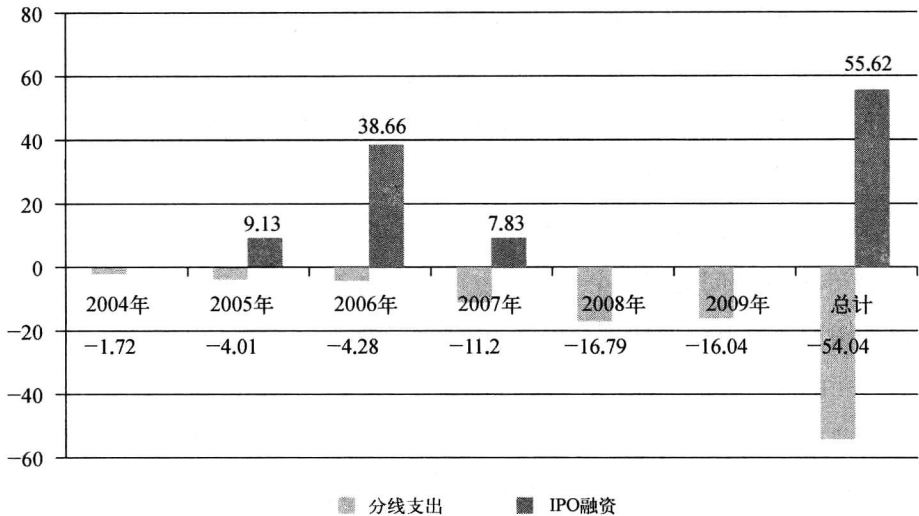


图 2-8 银行 IPO 融资规模和现金股利支付, 2004—2010 年 单位: 十亿美元

注: IPO 融资额包括 A 股和 H 股

资料来源: Wind 资讯

而对于持有这些银行绝大多数股份的中国政府而言, 这种红利支出意味着在 IPO 融资以后, 这些银行依然需要持续地从资本市场进行融资。反过来, 这样则意味着, 实际上政府必须重新用其所收取的股息对银行作为新的注资, 以防止由于银行新一轮融资而导致其所持有的股权被稀释。但是 IPO 对于每个银行只能有一次, 引入第三方战略伙伴也只能有一次<sup>①</sup>。这样募集融资, 支付红利然后再转一圈继续募集融资的目的是什么呢? 为什么要把派息率提到 50% 或者更高呢? 这样做谁会受益呢?

当然, 问题还并不止于此: 中国的银行是国家的金融体系。正如有分析师所指出的, 中国银行业的经营模式需要周期性的资金支持。由于高派息率和高速的资产增长速度, 中资银行就必须不可避免地考虑不良贷款的问题。

① 第一轮通过 IPO 的融资包括出售新增股份。这为银行带来了新的资本并稀释了原有股东的股份。因此, 如果银行再次增发股票, 中国政府就必须注资保持自己持股比例, 或任由自己的持股被稀释。



题。中资银行的资产负债表每年增长幅度如此之大,可高达 40%,如中国银行在 2009 年时那样。他们怎么可能不考虑不良贷款的问题呢?即使在正常的年份,四大银行也会通过贷款使其每年的资产增长保持在 20% 的高位。在 2009 年时,由于中国的银行业贷出了巨额的资金,他们的高管不得不一次又一次的强调贷款标准的问题。在 2009 年的信贷狂潮中,一个中国二线银行的首席风险控制官曾惊呼:“我无法理解他们是如何在这样的环境之下还能保持如此低的不良贷款率的,我可做不到!”他的惊讶显示出,似乎有些银行的信贷部门并没有执行那么严格的信贷标准。这种惊讶并非空穴来风。

然而,在这些资产负债表背后的最重要的问题事实上超出了常见的会计操纵,或者不良贷款问题。这些问题不可避免地出现在任何地方。它甚至可以被追溯到 1998 年至 2007 年当局开始重组整个金融系统的时候。我们只要认真看一下就会发现,最初这些银行的重组突出了在这十年漫长的过程中政策上的妥协。这些妥协逐渐被时间掩埋掉,被各方面逐渐淡忘,而现在,很有可能连中国的最高领导人们都会认为,中国的银行是世界上最好的。如果在过去,将这些问题扫到地毯下面也许就已经足够了,人们也会逐渐淡忘过去。而现在,这样做是远远不够的,即使是对那些运行在体制内的人和事而言亦然如此。与过去最大的不同就是,现在追求现代化的中国银行业可以引入国际战略投资者,并且通过 IPO 上市,募集了最新的资本。现在,中国的银行业已经成为了全球资本市场的一个重要组成部分,受到了更加严格的监管要求,并需要更高的职业标准,正如朱镕基总理所设计的那样。

### 第三章 脆弱的堡垒

对于中国银行业来说,做大做强是最好的盈利模式。但是这种成长模式不是长期可持续的,也不符合社会和经济均衡发展要求。情况很复杂,对策相应也会很复杂。<sup>①</sup>

——中国银行行长 肖钢

2010年8月25日

当1997年的亚洲金融危机威胁到中国金融机构稳定的时候,朱镕基着手组建了一个小组,由时任中国建设银行行长的周小川领导,来为中国金融体系的改革制定方案。1998年,为了解决中国银行业的信心问题,政府出台政策由财政部向各大银行直接注资。接着,周小川的研究小组提出了“好银行/坏银行”的方案,以图改善四大商业银行的资产负债表。方案以美国“重组信托公司(RTC)”为原型,计划为每一个大型银行建立一个“资产管理公司”。这些资产管理公司将成为所谓的“坏银行”,持有从各大银行剥离出来的不良贷款,最终帮助它们成为“好银行”。这些“坏银行”将全部由政府提供资金,目的是通过各种手段尽量从不良贷款中挖掘能够追回的款项。国务院最终批准了这个方案,并于1999年成立了各大资产管理公司(详见本书

---

<sup>①</sup> 参见《中国日报》,2010年8月25日。

附录：中国的金融体系的组织结构图)。

2000年,各大银行原来数额巨大的问题贷款转让给了资产管理公司,释放了沉重的负担,使得它们能够吸引到美国银行和高盛等大型机构成为其战略投资者。这些境外的战略投资者虽然带来的资金并不像人们想象的那么多,但是他们带来了国际银行专业的知识和经验,这也是中国政府所希望得到的。但是,批评的声音逐渐加强,一些保守主义者和民族主义者声称这一举动是“卖国”。即便如此,在2005年,中国建设银行在中国香港的IPO也非常成功,并筹集了数十亿美元的新资本。通过本次IPO,朱镕基和周小川的努力取得了一个非常显著的成功,在几年前,很少有人会预料这样的事情可能发生在中国的银行业。然而不幸的是,银行改革的成功同样招致了保守主义者的批评。这些批评被央行的“对手们”加以夸大,目的在于削弱周小川和央行的力量。中国央行的“对手”包括国家发展和改革委员会、中国证监会、中国银监会,最特别的是还有中国财政部。这些一致的批评影响到了各大银行的财务重组过程,从工商银行开始,一直到中国农业银行。这些批评也影响到了周小川对于资本市场和监管体制的改革方案。

银行改革的一个实际后果是对资产负债表的重组产生了两种不同的方法。当然,即使财政部在2005年自主主导了对工商银行和农业银行的改革之后,起初对于四家银行的改革计划在形式上还是被“保留下来”了。其实所有的批评声音都没有提出一个更好的解决方案,所以最终这四大国有银行都成功上市IPO了。但是重组的方式不同,就连不良贷款打包出售的方式也是不一样的。通过从表3-1我们可以看出这两种不同的方法。此表中的信息是来自银行的财务报表脚注“债务证券分类为应收款项”。这张表向我们展示了中国大型国有银行重组十年以来遗留下来的持续且重大的风险敞口。简单的说就是,这些“应收账款”老坏账并没有消失,它仍然在银行的资产负债表上,但已被重新分类,从某种程度上说这些“应收账款”可能永远不会收到。

表 3-1: 重组银行资产负债表的“应收账款” 单位: 十亿元

人民币(十亿)	中国银行		建设银行		工商银行		农业银行	
	2009年	2010年	2009年	2010年	2009年	2010年	2009年	2010年
1998年财政部债券	42.5	42.5	49.2	49.2	85	85	93.3	93.3
1999年资产管理公司债券	160	160	247	206.3	313	313	0	0
财政部应收账款	0	0	0	0	62.3	0	635.5	568.4
人民银行特别票据	0.8	0.8	63.4	0	434.8	4.3	0.1	64.9
人民银行目标票据	113.5	0	0.6	0.6	0	0	119.7	0
银行次级债及其他	14.6	16.5	57.1	48.9	237.1	99.4	9.3	14.9
所有应收账款	331.4	219.8	417.3	305	1132.2	501.7	728.8	741.5
总资产	8748.2	10460	9623.4	10810.3	11785.1	13458.6	8882.6	10337.4
核心资本	608.3	676.2	492	634.7	586.4	709.2	342.8	542.1
应收账款/总资产	3.8%	2.1%	4.3%	2.8%	9.6%	3.7%	8.2%	7.2%
资产管理公司债券/总资本	26.3%	23.7%	84.8%	48.1%	53.4%	44.1%	NM	NM

资料来源: 银行经审计的财务报表, 2009年12月31日, 2010年12月31日

这些资产的性质和价值是什么? 人民银行发行的各种证券, 以及 1998 年的财政部债券, 事实上都是一种明确的主权债券。但是, 这些资产管理公司的债券, 或者来自财政部的“应收票据”又该分配以什么样的价值呢? 很明显, 从表面上看, 财政部的应收票据应当类似政府债券。然而这些债券已被国务院和全国人民代表大会批准作为国家预算的一部分。这些债券将由

国家税收收入偿还,或者发行更多的债券偿还。谁批准发行的这些债务呢?这些债务如何被偿还呢?这些都是非常重要的问题,因为各大银行都拥有这些证券资产所带来的风险敞口。例如,这些重组的总资产是工商银行总股本的近两倍,其中资产管理公司的债券就占 53%。在接下来的章节中我们将试图探讨这些债务是怎么形成的,以及它们都代表着什么。以此来确定其价值和结构对于整个银行体系的影响。

## 人民银行的重组模式

从加强银行体系的角度来看,中国人民银行最初提出的模式是最有效率的,通过结合更多的新资金,给予不良贷款更好的估值,向银行提供更多的资金。在第一阶段的 1998 年,中国各大银行的资本金补足到了国际标准所要求的最低水平。接下来,就是以总值 100% 的价格向资产管理公司转移了 1 700 亿美元的坏账。这些“坏银行”通过人民银行贷款和自己发行的债券向银行支付现金来购买不良贷款。然而,当这些现金注入进来的时候,通胀开始隐现了。因此,央行为了冲销在资产负债表上的现金,不得不开始购买央行债券,而这些债券也不能进行任何进一步的融资交易。这些就是表 3-1 中列出的中国人民银行债券的来源。在 2003 年,中国银行和中国建设银行把剩下的坏账全部从资产负债表上勾销掉了,价值 930 亿人民币,约合 120 美元。然后通过中国政府的外汇储备和境外战略投资者的投资来补充银行资本。中国建设银行和中国银行以这种方式进行重组,并在 2005 年和 2006 年成功完成了首次公开募股。

## 四大银行的部分注资,1998 年

由于广东国际信托投资有限公司的破产以及对于其他银行破产的谣言,1998 年朱镕基总理颁布了命令,要求尽快向四大银行注资,以达到最起

码的国际标准,这在当时是中国国内唯一可以找到依据的标准。其实早在20世纪80年代和90年代,银行放出的不良贷款已经堆积成山,这个问题被搁置了十年之久,这是面对棘手问题时最典型的官僚主义做法。但是到了1998年,这个问题已经日益显现,为政府增加了极大的系统性风险。在此之前,中国的银行别说从来没有按照严格的专业标准开展审计,即便是按照一般的专业标准进行审计也没有过。正如广东国投一样,没有人能确有把握地说这个“窟窿”有多大,朱镕基总理极为震怒。我们可以想象到当时财政部官员的压力,因为他们必须给出一个能够让总理满意的数字。当然在那时,并没有时间做一个真正意义上的审计。但有人很聪明,想出了一个据称是足够的数字,能够把银行资本充足率提高到8%,以符合巴塞尔协议对国际银行业的标准。这个数字是2700亿元人民币,约合350亿美元。在1998年的中国,这可是一大笔钱呢。这几乎相当于全年政府债券发行量的100%,或是25%的外汇储备,抑或是4%的GDP。为了达到这个要求,财政部当时将大部分储蓄存款都视作国有资本了(见表3-2)。

表3-2 组成四大银行的存款组成,1978—2005年 单位:十亿元

	总 计	家庭储蓄	政府储蓄	企业储蓄	其 他
1978年	113.5	27.2%	40.3%	32.4%	0.0%
1983年	276.4	34.9%	32.6%	31.3%	1.2%
1988年	744.9	44.7%	9.2%	39.4%	6.7%
1993年	2324.5	55.7%	5.2%	33.0%	6.1%
1998年	6978.2	57.1%	4.9%	36.2%	1.8%
2003年	13465.0	56.7%	7.9%	30.9%	4.5%
2004年	15355.7	56.6%	8.3%	31.6%	3.5%
2005年	18112.1	55.8%	9.9%	29.5%	4.8%

资料来源:《中国金融统计》1949—2005年

首先第一步,中国人民银行通过法令把存款准备金率从 13% 降至 8%。这一举动释放了 2 700 亿元人民币的存款准备金,而后这笔钱被用来购买由财政部发行的相同价值的特别国债(见图 3-1)<sup>①</sup>。接下来第二步,财政部将发行债券所得的收益“借给”了各家银行,以补充银行的资本金(见图 3-2)。这相当于通过财政部将这 2 700 亿元人民币从储户和企业名下悄无声息地转移到了银行的资本金之中。

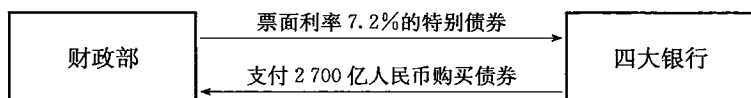


图 3-1 向四大银行注资的第一步,1998 年

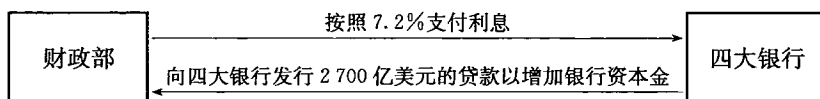


图 3-2 向四大银行注资的第二步,1998 年

作为建设银行和中国银行在 2003 年重组的一部分,这些名义上属于财政部的资金共计人民币 930 亿元全部被用作了坏账准备,然后用于减记相同金额的不良贷款<sup>②</sup>。而财政部则要负责偿还当初发行的债务。对于银行来说,这当然是一笔很好的交易,因为现在财政部不仅有义务用原本就属于银行的钱来向银行偿还这些债务,而且用于偿还这些债务的资金全部都来自财政部自己的家底。也难怪财政部并不支持中国人民银行对于各大商业银行的重组方案,因此这笔债务的还款期限被延长到了 2028 年。但是,在当时,如果没有国务院和全国人大的批准,人民银行怎么能够动用这么一大笔资金呢?

① 债券本身期限为 10 年,但是在 2005 年进行了调整。新的票面利率被调整至 2.25%,到期日延展至 2028 年。

② 在工商银行和农业银行的案例中,1998 年财政部注资被保留了,并且没有像建行和中行重组案例中的那样被勾销。

## “坏银行”和“好银行”，1999 年

通过这种会计上的技巧，各大商业银行终于开始走上了 IPO 之路。在周小川提出“好银行/坏银行”的方案之前，它已经被成功地应用在北欧国家和美国，这显然是一个国际性的战略。这涉及一些问题，如何建立“坏银行”，使其持有从大型国有银行剥离出来的问题资产，并使之成为“好银行”。周小川提出，可以分别为四大国有银行各自创建一个被称为“资产管理公司”的“坏银行”。之后就是最有争议的一步，当不良贷款被重组完成之后，这些资产管理公司将会逐渐关闭，而其损失将会被结晶化，并减记，这一过程则需要十年之久。1999 年，国务院批准了该计划，并成立了四个资产管理公司。

财政部通过购买四大资产管理公司发行的总额 400 亿元人民币，也就是差不多每家 10 亿美元的特别金融资产管理公司债，对其完成了注资（见图 3-3）。和当初对这些资产管理公司存在的时间预期一致，这些特别资产管理公司债券的到期时间是十年以后。但是 400 亿人民币根本就不足以购买这些银行的坏账，因此就需要更多的资金，而这些资金从何而来呢？这些资产管理公司分别向其所对应的银行发行了总值 8 580 亿人民币约合 1 050 亿美元的十年期债券。

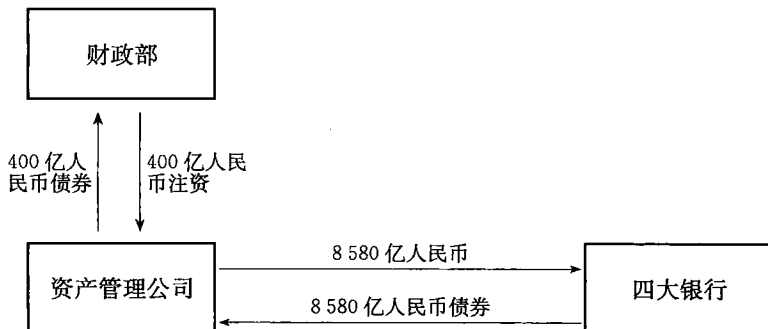


图 3-3 财政部和各大银行向资产管理公司注资，1999 年



这些由资产管理公司向它们各自对应的银行所发行的债券体现了人民银行安排上的主要缺陷。这些债券的最大问题是,即便在账面上这些不良资产已经从银行资产负债表上被转移走,银行却很大程度上依然面临着原来这些不良贷款潜在的风险。银行只是用明确无疑的坏账换来了一块价值并不确定的资产。而这笔交易所遗留的敞口相较于银行的资产规模而言也非常巨大。由于当时银行的再融资规模庞大而中国的财政能力有限,因此政府不得不依靠这些银行。但是这种方法显然不符合国际上特定的模式,也不能从根本上解决问题。

按照北欧国家和美国的模式,国家财政不单单为“坏银行”提供了注资,更为其提供了融资帮助,使那些“好银行”不再保留有不良贷款的敞口。这些坏账最终会成为国家财政的问题,而由国家税收来买单。但是在中国,只要政府依然依靠银行为体制内的资产管理公司融资,那么其实就并无大碍。中国的监管者对银行持支持态度,而由于资产管理公司是体制内国有企业,其所发行的债券也有些半主权债的意味,因此从某种意义上讲,信用风险可以被避免。但是一旦这些银行到国际市场上市,接受了境外投资者和监管机构的监管,国际上的审计人员一定会质疑这些债券的价值问题。这些资产管理公司的资本约为 50 亿美元,而他们已发行债券的总额为 1 050 亿美元,并且其购买的资产并没有什么价值。如果这些资产管理公司在 2009 年的时候无力偿还这些债务,那该怎么办呢?

### 资产管理公司收购的不良债务,2000 年

新的资产管理公司最初开始收购这些不良贷款是在 2000 年,并在当年结束。总值 1.4 万亿元人民币(约合 1 700 亿美元)的不良贷款被全额从银行转移到了资产管理公司。这些用于购买不良资产的资金主要来自于发行债券,以及中国人民银行价值 6 340 亿人民币(约合 750 亿美元)的进一步信贷支持(见图 3-4)。这就很明显地带来了一个问题:如果这些不良贷款真

的值这么多钱，为什么还要从银行剥离出来呢？这里有一些可能的答案：2000 年对坏账的核销抵消了 1998 年财政部对这些银行资本的注入，但那时新的资本将从何而来，具体地说还是个未知数。从数量来看，新资本的来源并没有太大的选择空间。另外，这样的资产转移也相当于间接地为银行注入了资本，因为用现金一对一将坏账置换走降低了坏账金额，自然也使得银行的坏账准备金有所下降，释放了一部分资本。这也减少了将来对坏账准备金的需要，可以促进未来银行的利润和资本状况都获得改善（对坏账的核销在财务上将被计入当期的费用）。

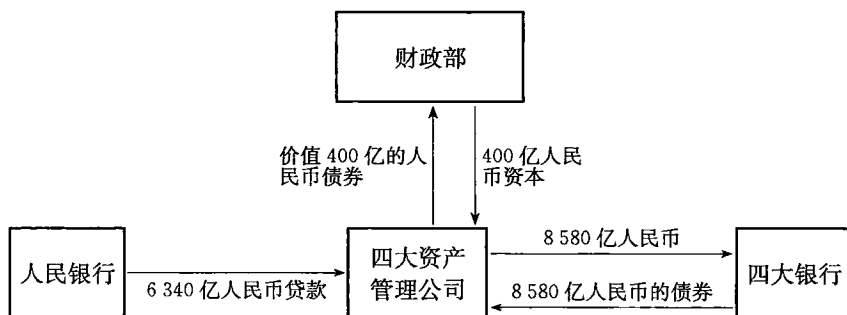


图 3-4 2000 年来自中国人民银行的资产管理公司的额外资金

而另一种答案可能是，政府无法对这些不良贷款的估值达成共识，毕竟这些贷款都是国有企业欠下的账。如果这些不良贷款的实际估值跟原本的价值有什么差距，那么就意味着国家无法偿还自己欠下的债务。因此，政府并没有选择让那些无法偿付贷款的国有企业破产，这些企业几乎遍布了所有工商行业。政府最终选择将这些潜在损失集中在银行的资产负债表中，把这个难题留给未来，而不是现在就将这些不良贷款做减值处理。当然，到了 2009 年，政府决定再做一次同样的事情，所以这些资产管理公司的债务问题又被推迟了十年。“体制内”就是可以如此的随心所欲。

## 人民银行重组中国建设银行和 中国银行,2003年

官方数据表明,在2000年第一批不良贷款被转移之后,四大银行仍然持有2.2万亿元的不良贷款,约合2600亿美元,而这个数字还是在2002年采用更为严格的国际贷款分类标准之前所得出的统计数字。政府费尽心思想要好好研究一番银行的资产水平,但他们自身的资源却非常有限。政府的做法往往十分保守,保守到不希望增加一点国家债务。如果这些银行真的需要增强,那么它们就需要更多的资本。因此周小川得出的结论是,这些资本只能由国际战略投资者来提供。但问题是,如何才能将这些银行的资产负债表和商业前景描绘得足以吸引这些战略投资者呢?

最终这个问题归结为,每家银行能够承受多少不良资产减记。最终,人民银行发现,这四家银行中只有中国银行和中国建设银行有足够的留存收益和注册资本金来将所有的不良贷款减记掉,而最终还能剩下一些资产。这对于工商银行和农业银行在2003年的水平来说却是无法做到的,如果全部减记,二者都要面对负资产的情况。因此在那时,从实际意义上来讲它们已经破产了。中国银行和中国建设银行的930亿人民币的资产要被减记掉,哪里来这么多钱补这个窟窿呢?在经过多方争论之后,周小川提出了唯一的解决方案:动用外汇储备额。正如人民银行金融稳定局局长谢平说的那样,这次政府并不仅仅是在玩会计游戏,而是要将大把的真金白银注入银行。

周小川的计划最终被国务院批准了,并且在2003年的最后一天,各家银行都将自己的资金和留存收益<sup>①</sup>划入了坏账准备金,并且减记了所有不良贷

---

① 930亿人民币作为1998年财政部2700亿特别债券的一部分被注入到两家银行。在当时银行的不良资产率已经达到了40%,因此不可能有任何一家银行拥有真正意义上的留存收益。

款。换句话说,财政部之前给这两家银行的 930 亿元人民币的注资全部都被“减记”了,但是财政部仍然需要偿付 1998 年发行的特别债券所遗留下来的债务。这本身就显示出了当局在进行银行重组时的严肃性。这两家银行各通过中央汇金投资公司(将在第五章中详细说明)从中国的外汇储备中得到了价值 225 亿美元的注资。在此后不久,2004 年的 5 月和 6 月,这两家银行又通过由中国人民银行主导的拍卖渠道出售了 4 420 亿人民币的不良资产,获得了更多的注资,这一切都是事先安排好的。在这一系列的不良资产拍卖之后,中国银行和中国建设银行终于成为了能够吸引境外投资者的公司,并于 2005 年开始了上市之路(见表 3-3)。现在中国人民银行已经全面地控制了中国建设银行和中国银行<sup>①</sup>。

表 3-3 中国人民银行/汇金公司在主要银行机构的所有权

单位: %

	成立日期	汇金	建银	财政部	其他国 有成分	外资战略 投资者	公开发行 (A+H 股)
IPO 之前							
中国银行	2004 年 8 月 26 日	100.00%					
建设银行	2004 年 9 月 14 日	85.00%	10.88%	0.00%	4.12%		
工商银行	2005 年 4 月 2 日	50.00%		50.00%			
农业银行	2009 年 1 月 15 日	50.00%		50.00%			
国开行	2008 年 10 月 16 日	48.70%		51.30%			
	IPO 日期						
IPO 之后							
建设银行	H: 2005 年 10 月 27 日	59.12%	8.85%		2.03%	14.18%	15.92%

① 事实上,中国人民银行此前允许一些央企持有建设银行股票以起到分散股东的目的,如中国社保基金。在引进国外的战略投资者以前,此时,中国人民银行仅仅持有刚过 95% 的中国建设银行股份。

续 表

	成立日期	汇金	建银	财政部	其他国有成分	外资战略投资者	公开发行(A+H股)
	A: 2007年9月25日						
中国银行	H: 2006年7月1日	67.49%			0.85%		31.66%
	A: 2006年7月1日						
工商银行	H: 2006年10月27日	35.40%		35.30%	4.60%	7.20%	17.50%
农业银行	H: 2010年7月16日	40.93%		40.20%	3.87%		15.00%

注：首次公开招股日期，包括中国香港(H股)和上海(A股)首次公开发行时间。其他国有成分包括中国境内战略投资者如国有企业。对于中国银行来说，所有全国社会保障基金理事会(4.46%)和境外战略投资者的股份(13.91%)在IPO发行之时已转换为H股股份，并包含在公众持股数量之中。建银是汇金公司的全资子公司。

资料来源：汇金公司，银行年度财务报告及ABC招股书

### “商业”不良资产处置, 2004—2005年

按照中国人民银行的蓝图，在随后的2004年和2005年将要开始第二轮的金融资产管理公司收购不良贷款，总额为1.6万亿元人民币(约合1980亿美元)。除了第二批的价值人民币7050亿元的工商银行不良贷款，整个收购组合还包括价值6030亿人民币的小型第二梯队银行的不不良贷款。在这些交易中，中国人民银行提供了必要的资金支持，估计高达人民币7000亿元(参见图3-5和表3-4)。但是这一次，中国人民银行已经直接预先拿到了一部分款项，这是原版拷贝了财政部在1998年时的脚本：在2004年，它已经向中国银行、中国建设银行和工商银行发行了价值5672.5亿元人民币(约合700亿美元)的强制性特别票据。这些票据不能在市场上公开交易，它们将会在2009年，原定资产管理公司停业的那个时候到期。

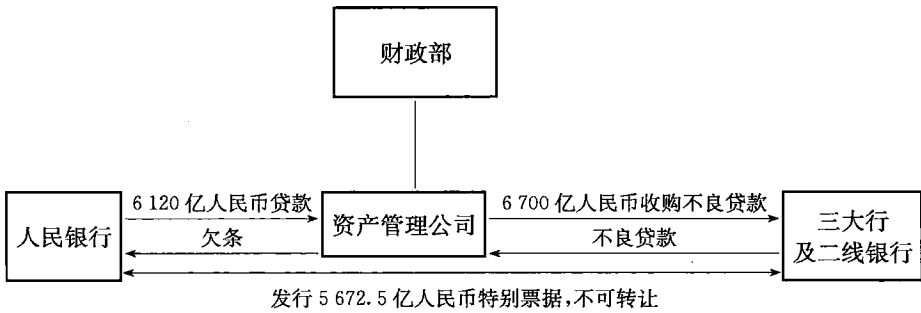


图 3-5 中国人民银行为中国工商银行不良资产处置提供的相关融资以及商业贷款拍卖

表 3-4 资产管理公司的债务, 2000—2005 年

人民币(亿)	资产管理公司账簿				
	面值	价值 (亿美元)	账面价值	来源	融资
第一级, 2000 年					
四大银行不良资产组合	12 939	1 563	12 939	资产管理公司债券	8 570
中国开发银行不良资产组合	1 000	121	1 000	人民银行贷款	6 340
第二级, 2004 年					
建设银行、中国银行将减记的贷款转移至资产管理公司	1 632	197	0		
人民银行拍卖建行、中行不良贷款	2 789	337	906		
人民银行拍卖交行不良贷款	533	64	195		
第三级, 2005 年					
工商银行向华融公司出售不良贷款	2 460	301	2 460	人民银行贷款	6 195

续表

人民币(亿)	资产管理公司账簿				
	面值	价值 (亿美元)	账面价值	来源	融资
工商银行向四大资产管理公司拍卖不良贷款	4 590	562	1 216		
人民银行拍卖二线银行不良贷款	6 030	738	1 905		
总计 2000—2005 年	31 973	3 883	20 621		21 105

资料来源：《财经》杂志，2007年7月25日；银行招股说明书；中国人民银行，《金融稳定报告》

中国人民银行通过发行特别票据，完成了两件事情。首先，它去除了之前为了剥离不良贷款而融资产生的多余流动性；其次，人民银行实际上已经预先从这几家商业银行抽出了部分款项，总额相当于它当初给资产管理公司融资总额的 $\frac{1}{3}$ 。从实质上讲，这种特别票据是2007年财政部发行特别票据为中投公司融资的一种前奏，这种特别票据的发行有着共同的原因，就是控制多余的流动性。

### 工行和农行的资本结构调整， 2005年和2007年

1998年中国建设银行与中国银行重组时，我们可以发现那时财政部的注资被完全用于核销坏账了，但债务却依然由财政部背负；可是在2005年工商银行进行重组的案例中，中国财政部最初的850亿美元的注资得以以资本金的形式保留了下来。所以在工商银行的股份结构中，人民银行和汇金公司的注资被减少到了150亿美元，相当于银行股东权益的50%。而在两年后的2007年，中国农业银行的资产重组依旧沿用了工商银行的重组模式，但是当时的情况和之前又十分不同了。就像之前那样，汇金公司动用了中国

的外汇储备向中国农业银行提供了约 190 亿美元的新的资本，而中国财政部 1998 年的注资仍然保留。但是，正如我们将要在第五章讨论的那样，汇金公司此时并不属于中国人民银行，而是属于财政部。当然，从表面来看，这次重组的方式和过去人民银行所做的一样，但是通过这次重组，整个银行的所有权结构都回到了过去重组之前的那样，即由财政部主要控制。当然不仅仅是所有权受到了影响，就连问题贷款的处置方式都与政府对待银行的态度完全不同。随着中国建设银行和中国银行重新成功地走向复兴，政府开始希望银行能够帮助其分担一些责任。从 2009 年的贷款盛宴我们可以看出，现在银行又一次沦为了政府的一个简单的工具。

## 财政部的重组模式

对于人民银行的商业银行重组模式，财政部当然不怎么高兴。因为从历史上来看，这几乎是第一次他们的角色发生了逆转。但是，正如我们前文说的那样，从 2005 年开始，财政部又逐渐开始能够向银行体系发挥影响。当然这需要一个过程，而这个过程的标志就是 2007 年中国投资有限责任公司（简称中投公司）的设立（参见第五章）。财政部的做法和中国人民银行的主要区别是，它直接负责这些不良贷款出售相关事宜的融资和偿付。事实上，从这一个角度来看，这种做法似乎更接近国际上通行的模式。在整个改革的进程中，人民银行已经成功地将财政部推到了一边。但其复杂的不良贷款的处置方式、资金安排，以及实际操作中政府的诸多限制，使其并没有成为一个很好的解决方案。从一开始，这些资产管理公司的资本就并不充裕，并且还要无望地面对着 100% 全额收购不良贷款的压力。他们怎么可能真的会想要偿还人民银行的这笔债务呢？

然而，如果我们仔细研究的话，财政部的解决方案也有它的弱点。在 2005 年财政部开始着手掌控工商银行重组的时候，它用自己发行的票据取代了一部分资产管理公司的债券。在那年，一个价值 2 460 亿元人民币的不



良贷款组合被转移到一个“共同管理账户”(见附录)。并且,中国工商银行并没有因此收到现金注资,这同中国建设银行、中国银行的重组大相径庭。相反,工商银行只是收到了来自财政部的“欠条”,而不是来自资产管理公司的债券,但实质上差不多(见图 3-6)。

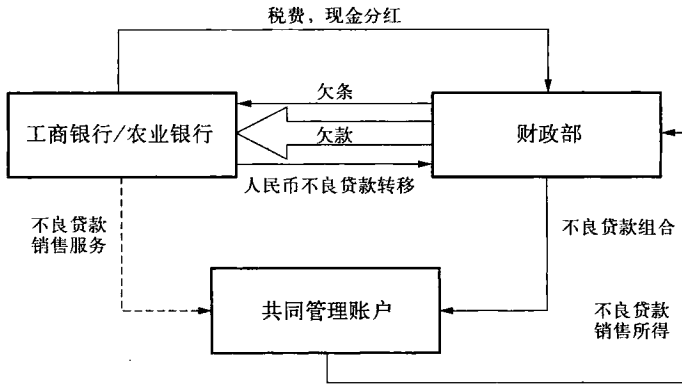


图 3-6 工行和农行的不良贷款重组,2005 年和 2007 年

农业银行的案例也是一个典型的财政部的做法。财政部用特别发行的“欠条”全额置换了农业银行大约 80% 的不良贷款,总价值约 6 651 亿人民币,约合 975 亿美元。与工商银行一样,资产负债表中的不良贷款被这些“欠条”所替代,并且只是用含糊的字眼儿在财务报表的附注里说明财政部将在“随后的几年”进行偿付。对于工商银行来说,它的应收款项期限为 5 年,而农业银行为 15 年<sup>①</sup>。从积极的一面来看,这些应收账款实际上还是有利的,因为它直接表明了财政部的义务,并缓解了银行不良贷款的压力。此外,由于工行和农行并没有收到现金,流动性过剩并没有成为一个问题。这是这种方法的优点,但也是缺点。

① 原资产管理公司自 1999 年起所欠中国农业银行的 1 380 亿人民币的债务被“欠条”所代替;价值 1 506 亿人民币的不良资产被用来冲销相等金额的央行债务。

从这两家银行的相关交易的细节来看，我们可以发现，这种方法又一次将现行的问题推到了遥远的未来。事实上这些所谓的不良贷款都被转移到了财政部的“共同管理账户”。通过财政部的授权，银行可以对这些不良贷款进行处置。但是这些财政部的“欠条”究竟是什么？它似乎可以代表财政部的义务，可事实上财政部代表着主权债的发行主体，那么这些“欠条”能不能理解为中国政府的直接义务呢？这个交易本来可以十分简单明了，那就是由财政部发行债券，通过其债券发行的收入来向资产管理公司注资，并用现金收购不良贷款。如果这样的话，也就不要人民银行扩张信贷了。这是美国财政部在储蓄和贷款危机时，出资重组信托公司的方法。

这种方法可以将银行完全清理干净，而这笔债务也无可争议地转移到财政部下面，由政府税收来负担这些责任。但是为了完成这一系列的交易，财政部则需要将这些债务问题纳入国家预算，并且需要全国人大的批准审核。而这些没有兑现的“欠条”是资产负债表外的东西，只需要作为银行资产重组的一部分通过国务院的审核就可以了。事实上，这些“欠条”甚至可以不用通过国务院的审核，因为这些工具只不过是一些未能兑现的“或然负债”而已。“或然负债”并不包含在国家预算和其他的一些地方，至少是并不包含在任何公开的部分中。

当然，财政部欠条的偿付并不依靠国家预算。事实证明，银行自己将是其唯一的现金来源。中国工商银行经审计的财务报表和农业银行首次公开发行股票招股说明书中的脚注表明，这些“欠条”还款将来源于不良贷款回收、银行股息、银行相关税收和出售银行股份所得的收入。换句话说，银行将会在接下来的几年里自己支付这笔款项，因为财政部不会或者不被允许出售这些银行的股份。事实上，这其实已经开始发生了（见图 3-7）。由于这种资金来源代表着未来的现金收入，因此所谓的“共同管理账户”就像是不良贷款的一个寄存处一样，又好比是一个方便的停车场。鉴于资产管理公司的问题贷款回收的经验（本书在后面会讨论），任何其他银行似乎都无

法比他们做得更好。在2010年初,北京金融资产交易所成立了,这一举措强烈地暗示了银行将如何处置在那些共同管理的账户中的不良贷款。这一新交易所位于北京金融区的核心地带,其股东包括信达投资、光大银行和北京产权交易所。它的任务是通过公开拍卖,来处置不良贷款。也许,这家交易所将着手这两家银行不良资产的处理。但是哪家机构有如此大的实力能够接手这些不良资产?又有谁会去接受这些明显不可避免的被减记的资产呢?最后,财政部将不得不发行债券来弥补原先的“欠条”,或者干脆延长支付期限。

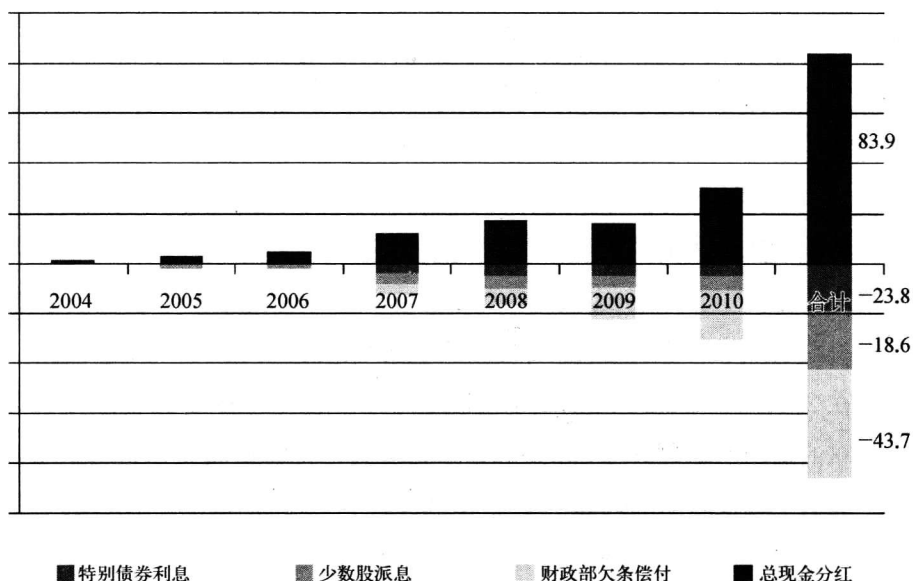


图 3-7 用于归还财政部债务的银行现金派息,2004—2010年,单位:十亿美元

数据来源: H 股经审计的财务报告

最终,银行股份的分红成了这些债务的一大可靠还款来源。这样又牵扯到了银行的股息分配政策,我们曾在第二章的时候提到过。而在下一章,我们将要探讨中投公司的问题,以及和并不完美的人民银行方案相比,财政部方案有哪些明显缺点。

## “坏银行”的表现及其意义

到2006年年底,中国银行、中国建设银行和中国工商银行已全部完成了他们首次公开发行上市。此后不久,各资产管理公司也逐渐完成了他们对于不良资产的处理工作。鉴于每家资产管理公司对于每家银行的重要性,有一个问题必须要问,那就是:这些“坏银行”的表现到底怎么样呢?在2005年,即便是在第二轮不良资产剥离之后,四大国有银行和其他二线银行总共有超过1.3万亿元人民币(约合1580亿美元)的坏账在他们的资产负债表上。到2005年,前面两轮剥离的坏账加上剩下的所有总计有4.3万亿元人民币。如图3-4,资产管理公司承担了2.1万亿元人民币的义务,相当于2600亿美元。所有的这些负债结构都是经过设计的,可以通过贷款产生的现金利息来偿付。很明显,由于第一组的1.4万亿元人民币和第二组的一部分是按照面值全额支付的,因此一开始就一次性全额支付是不可能的。从整个交易运作的最初,这些资产管理公司就已经技术性破产了,这一点和现在由财政部使用的“共同管理账户”有一定程度的不同。

在2006年年底,第一批剥离的不良贷款中有80%被处理完毕了,而此时代公布的资产回收率只有20%,这完全无法支付各类相关债券和贷款的利息。而第二批待剥离的坏账中大部分是贸易类,显示回收率可能比第一批要高,可是来自行业的信息却显示,实际的回收率要低于预计。随着2009年不断临近,中国政府开始面临着这些资产管理公司将近80%的资产如何减记的问题,这些资产总值超过1.5万亿元人民币。但事实上,损失很可能要比这些大得多,甚至那些资深的业内人士也无法估量这个数字究竟是多少。

各资产管理公司拥有约12000名员工,有自己的经营开支,包括借入资金的利息开支。经营亏损的估计,不包括任何坏账的减记,如表3-5所示。资产管理的财报使用贷款的回收收入为营业收入的来源,但是这种会计处理方法并不合适。事实上,相关的报告表明,资产管理公司依靠对坏账的清

缴来支付其发行债券的利息,这些债券由人民银行和四大银行持有。如果资产管理公司不能按时支付利息的话,那么四大银行将不得不为银行所持有的资产管理公司债券提取违约准备,如果不提取违约准备,那么财政部就必须代资产管理公司支付利息。没有迹象表明这种情况会发生。为了能够达到一个预估的回收率,表 3-5 假设 20% 的以面值被收购贷款可以被完全清缴,而有 35% 的通过拍卖而购得的贷款可以被完全清缴,而资产管理公司则被假定支付 30% 的金额。营业性费用支出是依照财政部的相关规定,基于出售不良资产收入的 10% 来计算的。

表 3-5 资产管理公司的估计收益表,1998—2008 年

人民币 十亿		
第一轮: 1999—2003 年	2003 年	十亿美元
收购总额	1 393.90	168.4
到 2008 年出售	1 156.60	139.7
预估回收率 20%	231.3	27.9
减:		
中国人民银行贷款/ 资产管理公司债券,1999 年至 2003 年的利息开支	190	22.9
经营费用,按照财政部不良贷款出售目标一半的 10%	57.9	7
经营开支总额	247.9	29.9
税前收益/亏损	-16.6	-2.0
注册资本	40	4.8
留存收益	-16.6	-2.0
累计减记-第一轮	-925.3	-111.8
第二轮: 2004—2005 年	2005 年	十亿美元
收购总额-面值总额	1 639.70	198.1
收购总额-拍卖金额,30%	491.1	59.3

续 表

第一轮剩余的不良贷款	<b>237.9</b>	<b>28.6</b>
假设出售 100%	1 639.70	198.1
通过拍卖回收的不良贷款,假设 35%	81.9	9.9
回收的,第一轮的余额,假设 10%	23.7	2.9
总回收额	105.6	12.8
第二轮: 2004—2005 年	2005 年	十亿美元
减:		
中国人民银行贷款/资产管理公司债券,2004 年至 2005 年的利息开支	95	11.5
经营费用,按照财政部不良贷款出售目标一半的 10%	82	9.9
经营开支总额	177	21.4
税前收益/亏损	-71.4	-8.6
注册资本	<b>40.0</b>	<b>4.8</b>
留存收益	<b>-88.0</b>	<b>-10.6</b>
累计减记-第二轮	<b>-1 361.9</b>	<b>-164.5</b>
减记-第一轮第二轮	<b>-2 287.2</b>	<b>-276.3</b>

注: 8.28 人民币=1.00 美元

资料来源:《财经》杂志,2008 年 5 月 12 日,第 77—80 页;2008 年 11 月 24 日,第 60—62 页。

结果表明,这四家资产管理公司总计损失了 400 亿元人民币的资本金,而大约 2.3 万亿元人民币(约合 2 760 亿美元)的不良资产尚未被减记扣除。这意味着损失率达到了 75%左右。但是资产管理公司的盈利或损失只是一个粗略的猜测而已,不良资产的减记却是一个相对准确的数字,更重要的是,这些数字被留在了这四家非公开、非透明的企业的资产负债表中。

不良资产没有完全减记扣除的理由其实很简单。如果全部,甚或是部分减记这些不良资产,四大资产管理公司就会面临倒闭的局面,这致使政府面临一个艰难的抉择:要么银行将承受资产管理公司发行的债券的巨额损失,要么财政部承担责任并向全国人民代表大会作出解释。

数年之后,所有的方案和计划都发生了转变,财政部得以负责整个事务。而到了2009年,中国的银行似乎已经变得举世无双,而那些资产管理公司也可以大声谈论关于综合金融牌照的事情,似乎每个人都刻意遗忘历史。

在2009年,当资产管理公司的债券到期的时候,他们并没有停业,当然他们的债券也并未被偿付。经过国务院的批准,这批债券的到期日将再延长十年。为了在银行的资产负债表上体现出这些债券的全部价值,中国财政部还请国际会计师事务所的审计师为其债务偿付提供了书面的支持。每家银行的年度财务报告,如中国建设银行2008年的报告,都用以下文字进行描述:“根据财政部颁布的通知,从2005年1月1日起,如果信达公司不能足额支付债券利息,财政部将给予资金支持;对债券的本金兑付,必要时财政部将给予支持。”当然,所谓的“通知”并不是付款保证,中国财政部才不会用书面的形式给予任何“保证”。这只是说明,财政部会以某种方式偿还这些义务做出一些支持,当然也不排除在某些时候,财政部不愿或不能这样做。“付款保证”总是发生在不合时宜的时间,比如发生在2009年的“展期”。在此之前,中国建设银行、中国银行和中国工商银行都继续以全部价值持有这些债券。如表3-1所示,债务的违约或者其价值的减记,都会显著地影响到这些银行的资本基础,并且必然导致再一次的资产重组。

### 中国人民银行的“永久卖出期权”

利用资产管理公司来解决各大商业银行的不良贷款危机似乎是整个中国银行体系内最重要的一个部分。这好比是中国人民银行向四大资产管理公司“发行”了一只“卖出期权”。事实上这个“卖出期权”已经超越四大资产管理公司并达到了整个金融系统的层面,并可以削弱任何可能进行的改革努力。这是政府为了抵御金融灾难而制造的保护盾。以“金融稳定”为目的,中央政府已经要求人民银行承担所有财务清理的工作。这可是一个巨大的工程,从1990年代的信托公司破产到2004—2005年的证券公司破产,

从公开市场的估计来看截至 2005 年年底,涉及的总金额超过 3 000 亿美元,而这个数字很有可能是被低估的(见表 3-6)<sup>①</sup>。正因为持有这样的“卖出期权”,这些银行的管理层就根本不用去关心贷款的估值、信用的评估和风险的管理。他们可以轻易地将自己的错误转嫁给资产管理公司,或许是基于所谓的商业协议的基础之上,而中国人民银行对这些资产管理公司则会出资支持。

表 3-6 历史上的人民银行“金融稳定”成本,截至 2005 年

单位:十亿元

时 间	金额(10 亿 人民币)	用 途
1997— 2005 年	159.9	向信托机构、地方商业银行、农村信用社借款偿还负债
1998 年	604.1	向四大国资产管理公司注资以完成第一轮的不良贷款收购
2002 年起	30	向 11 家破产券商注资以帮助其偿还相关债务
2003 和 2005 年	490.2	通过汇金公司向中行、建行和工商银行注资
2004— 2005 年	1 223.60	向四大国资产管理公司注资以完成第二轮的不良贷款收购
2005 年	60	再次向破产券商注资以帮助其偿还相关债务
2005 年	10	向投资者保护基金注资
总 计	<b>2 577.80</b>	
十亿美元	<b>315.5</b>	

资料来源:《经济观察报》,2005 年 11 月 14 日;中国人民银行,《金融稳定报告》,2006 年;《财经》杂志,2005 年 7 月 25 日

<sup>①</sup> 参见《经济观察报》,2005 年 12 月 26 日。这个数字似乎可能会更大,中国人民银行在其 2005 年的金融稳定报告中也提到了 3.24 万亿人民币,或 3 900 亿美元。



因此,我们对于中国人民银行在2005年8月建立自己的资产管理公司,以解决其自身资产负债表(见图3-8)<sup>①</sup>上的“历史遗留问题”就不必惊讶了。汇达资产管理公司成立之后,被人称作第五大资产管理公司,其业务自2005年以来一直十分神秘,因为它没有向外部投资者出售其不良债务的投资组合。汇达资产管理公司可以被看成汇金公司的兄弟企业。汇金公司向那些制造问题资产的金融机构进行注资,而汇达则收集持有这些未能偿付的不良贷款,并使其成为中国人民银行维持金融稳定工作的一部分。

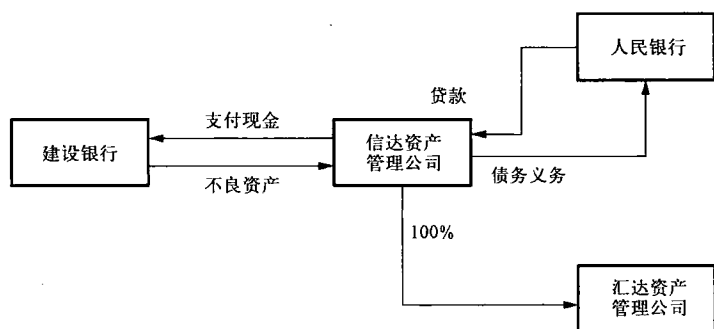


图 3-8 汇达资产管理公司的成立结构图, 2005 年

汇达资产管理公司就如汇金公司一样,是中国人民银行金融稳定局的一个产物,其管理层都来自局内的高级管理人员,剩下的也都是汇金公司的管理层<sup>②</sup>。但是,与汇金公司对银行的投资不同的是,中国人民银行想要将问题资产从自己的资产负债表上剔除掉。因此,汇达资产管理公司实际股权持有者应该是一个第三方,而鉴于它与人民银行之间的紧密关系,信达资产管理公司就是一个显而易见的选择。

问题资产中都包含着什么呢?从汇达的中国香港经营许可证上来看,目标资产来自海南和广西的房地产贷款,而其资产组合部分来自原先广东

① 于宁:《汇达登场》,《财经》,2005年7月25日。

② 《汇达资产托管浮出水面,张汉桥或出任董事长》,《第一财经日报》,2005年8月3日

国际信托投资公司以及广东省的倒闭企业。有趣的是，这些数字是不包括在表 3-6 中的，估计约为人民币 1 000 亿元<sup>①</sup>。尽管这个目的显而易见，金融界当时都普遍认为中国人民银行的意图是让汇达管理这些由央行发放给四大资产管理公司的总值 6 000 亿元人民币的贷款。早在 2000 年，中国央行已经安排四大资产管理公司处理相关工作。汇达资产管理公司的注册资本仅有 1 亿美元，无论是从老的不良贷款的角度还是人民银行近期的资产管理公司贷款来看，汇达的杠杆率都会非常高。

假设正如图 3-9 中的交易所示，汇达的确承接了部分或者全部的中国人民银行对资产管理公司的贷款，就像我们前面所提到的那样，在 2000 年，人民银行向信达资产管理公司提供了相应贷款来用于全额购买中国建设银行的不良资产。这些资产最后成为了人民银行资产负债表的一部分，并最终被出售给了汇达。汇达最终需要替这笔不良资产而买单，但反过来，人民银行会将这笔钱先借给汇达，事实上他们就是这么运作的。这笔交易最终的结果就是，汇达实际上拥有了当初与信达相关贷款资产，并且记在了自己的账上，而人民银行则持有了汇达的贷款资产。

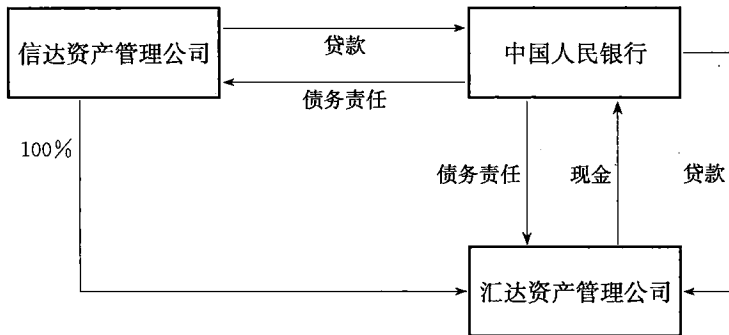


图 3-9 有关汇达资产管理公司贷款转让交易

<sup>①</sup> 海南和广东两省数字的缺失让人想起关于巨额三角债务的命运的问题。朱镕基在 20 世纪 90 年代解决了 1980 年代遗留下来的巨额债务。

这样一来,唯一的问题就是,汇达是信达资产管理公司的全资子公司。换句话说,信达对于中国人民银行的贷款义务(包括最终环节的汇达)都由信达自己本身持有。如果这些账户可以合并,然后资产和负债相抵消,一切都将消失。这一切都看似没有道理,但是从政治的角度来看除外:对于人民银行来说,它是可以在自己的资产负债表上保留一些不良资产的,而信达这样一个非上市公开、不受审计约束的实体企业也并没有必要将汇达合并报表。最好的情况是,这些贷款可以最终成为或有负债(表外债券):如果汇达无法收回这些不良贷款,那么人民银行对于汇达的贷款也将无法被偿付。正如前面提到的,或有负债(表外债券)在中国的金融实务中不被认为是真正的负债。在国家预算报告中提到了这样的事情吗?如果我们看一眼信达资产管理公司的网站,我们就会发现,对于上面100%持有汇达股份的事情只字未提。人们不禁要问,是否有第六个或第七个资产管理公司潜伏在中国的金融体系之中呢?

### 新的经济“大跃进”

20世纪90年代的不良贷款问题还没有解决,2008年开始一直延续到2009年、2010年的信贷狂欢也没有一些缓和的迹象。然而现在中国政府已经有紧缩信贷的迹象,而新的资本正通过传统银行系统以外的渠道流入这个市场。或者这仅仅是一个定义上的问题。事实上,中国人民银行、国家审计署和银监会对于正在发生的事情都有自己的看法。当凑近距离观察现状的时候,我们发现,整个金融体系都在不断地用各种方式满足对于资本的需求,因为这种需求是从未止步的。这也进一步表明了,在过去的三年里,中国经济的确发生了十分显著的变化。这些金融创新和创造力都向我们证明,在融资需求的驱动之下,实际上中国的企业家和富有创造力的商人能做的事情有很多。但是,由于拒绝接受这一充满生命力的现象,中国管理机构正在“逼迫”着中国的商人甚至银行寻找新的方式来规避各种新的管理规定。

在这样的环境下，这样做的结果显然将导致问题贷款的增加，并且在未来对银行资产负债表形成压力。借款人和融资的项目跟上一个周期都是相同的：基础设施建设，国有企业和地方政府的融资平台（这将在第五章中进一步讨论）。但是这一次，他们的贷款数额要大得多，有些媒体甚至将这次的信贷狂潮比作1958年到1961年中国的“大跃进”运动。只是这一次，高速铁路网络和大片的“鬼城”代替了大炼钢铁的高炉。

在2010年年初，监管机构和政府发言人都声称，随着时间的推移这些贷款将被还清。这些话被全球各地的分析师传来传去，但是其中隐含的意思也许只有中央政府才知道。正如一位官员曾经简单地说：“在短期内，这些项目都没有现金流。”换句话说，这些贷款中有相当一部分，大约是地方层面50%的融资贷款，都已经违约了。在2011年，曾有人建议中国政府做足资产泡沫破裂的打算，做好在未来从银行资产负债表上减记2万亿到3万亿元人民币，约合3000亿到4500亿美元不良贷款的准备<sup>①</sup>。这个数字相当于7%的GDP，也近乎于过去十年国有银行剥离的坏账的总和。在2011年中期，当时的中国铁道部已经过于雄心勃勃了，它已经负债约1.98万亿元人民币，而铁道项目的营运现金流却是负的。

更令人惊叹的是，以上对于资产泡沫的估计仅仅是考虑了银行信贷对于地方实体的支持，并未考虑到国有企业贷款、房地产融资和地下金融市场，以及中国铁道部的举债。在2011年5月，当中国人民银行的社会融资规模<sup>②</sup>相关数据公布之时，这个画面才逐渐展开。这个统计口径不仅包括了银行贷款，还包括了其他融资工具（见图8-2），包括证券化贷款，这个数字在2010年早期的时候是1.6万亿元。如果把这些融资工具全部考虑在内，人民银行得出的结论是，在2009年和2010年，总的融资规模均达到了14万亿元。这个数字几乎是简单估计2010年银行信贷7.9万亿元规模的两倍（见

① 张斌：《中央政府欲接收3万亿与土地相关地方债务》，《经济观察报》，2011年6月2日。

② 参见中国人民银行《社会融资规模构成指标的说明》，2011年5月20日。

图 3-10)。更令人费解的是,当时的中国银监会主席声称有 3 万亿元银行资金并未实际流向用款企业,而是转入了高利贷市场,但就在两天后,他自己管理的中国银监会就否认了他的言论<sup>①</sup>。

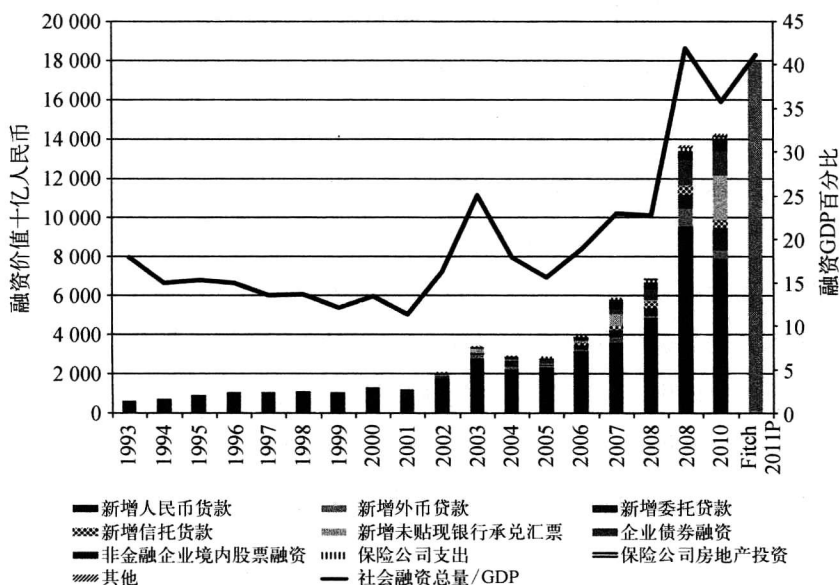


图 3-10 增量银行贷款, 1993—2010 年

资料来源: Wind 资讯; 中国人民银行,《金融稳定报告》; 惠誉评级

国际评级机构惠誉研究了中国的信贷增长,他们认为中国人民银行的数字仍然有所遗漏,并且得出结论,中国的信贷增长远超过 GDP 的增长速度。惠誉估计<sup>②</sup>,2011 年中国的融资总规模达到 18 万亿元,高出人民银行提供的数据 3.5 万亿元,达到了 GDP 的 42%。如果这个数据是准确的,那么这个数据是 2009 年纯粹信贷数据的两倍。这个融资规模的数字可谓是“大而无当”,引起了很多问题。这样看来,资产管理公司还会像原先计划的那

<sup>①</sup> 《中国银监会声称:关于地下钱庄的报告并不属实》,彭博资讯,2011 年 8 月 12 日。

<sup>②</sup> 惠誉评级,《中国银行业杠杆率涨幅持续超过 GDP 增长》,2011 年 7 月 13 日。

样逐渐完成其使命并寿终正寝吗？如果它们的作用是如此之重要，那么它们怎么还能够被允许赴香港 IPO 上市呢？而财政部还能再打多少“欠条”呢？

鉴于这些背景，人们开始怀疑，当中国政府对于中国金融市场的管理一旦失控的时候，中国人民银行还能为此写出多少支票。但是有趣的是，在 2007 年，中国人民银行公布了自己的资产负债表，而与此同时有关重组的各种传言也开始蔓延开来(见表 3-7)<sup>①</sup>。这可以很好地解释，至少能够部分地解释，为什么要使用财政部的“欠条”来帮助中国农业银行和中国工商银行重组了。中国人民银行所公布的资产负债表能够体现中国经济 30 年来的发展战略。在资产那一部分，我们可以看到国家的巨额外汇储备，而另外一端的负债部分则是廉价且在资本项目下不能自由兑换的人民币资产负债，这些都源于国家的出口。换言之，中国政府正在通过中国人民银行向中国人民借出廉价的人民币，并同时积累巨额的外汇储备。这种现象的基础是中国的出口外向型经济战略，并且出口外向型经济也为中国提供了大量的就业。

表 3-7 中国人民银行的资产负债表, 2007—2010 年

人民币(亿元)	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	按美元 (亿美元)
<b>国外资产</b>	<b>124 825</b>	<b>162 544</b>	<b>185 333</b>	<b>215 419</b>	<b>33 141</b>
对政府债权：中央政府	16 318	16 196	15 662	15 421	2 372
对其他存款性公司债权	7 863	8 433	7 162	9 486	1 459
对其他金融性公司债权	12 972	11 853	11 530	11 326	1 742
对非金融公司债权	64	44	44	25	4
其他资产	7 098	8 028	7 799	7 598	1 169

<sup>①</sup> [美] 基思·布拉德舍(Keith Bradsher):《中国主要银行缺乏资金》,《纽约时报》,2008 年 9 月 5 日。

续 表

人民币(亿元)	2007年	2008年	2009年	2010年	按美元 (亿美元)
<b>总资产</b>	<b>169 139</b>	<b>207 098</b>	<b>227 530</b>	<b>259 275</b>	<b>39 888</b>
储备货币：货币发行	32 972	37 116	41 556	48 646	7 484
金融机构存款	68 416	92 107	102 429	136 665	21 025
其他非金融类企业存款	158	0	0	0	0
不计入储备货币的金融性 公司存款	0	591	625	657	101
债券发行	34 469	45 780	42 063	40 497	6 230
国外负债	947	733	762	720	111
政府存款	17 121	16 964	21 226	24 277	373.5
其他负债	14 837	13 587	18 649	7 593	1 168
<b>总负债</b>	<b>168 920</b>	<b>206 878</b>	<b>227 310</b>	<b>259 055</b>	<b>39 855</b>
<b>自有资本</b>	<b>219</b>	<b>219</b>	<b>219</b>	<b>219</b>	<b>34</b>
<b>总负债与自有资本合计</b>	<b>169 139</b>	<b>207 098</b>	<b>227 530</b>	<b>259 275</b>	<b>39 888</b>

资料来源：中国人民银行，《金融稳定报告》，2011年。

当然这一部分画面只是与整个经济体系中体制外的部分相关。为了维护中国体制内的利益，利率一定要低。当然中国也需要将本国货币的汇率保持在一个较低的水平，但这并不是维持低利率的主要原因。在整个中国的金融体系中，银行的借款成本一直保持在较低水平。这源于两个原因：一是为了支持银行的盈利水平，二是降低中国国有经济成分的资金成本。这是对体制内经济的一种人为的补贴，中国政府藉此大举进行基础设施建设，并且提供了就业岗位，成为中国稳定发展的一个支柱。在过去的三年内，这种依赖廉价资金成本进行投资从而推动经济发展的举措为中国贡献了超过50%的GDP，而到了2011年，这个趋势还在持续（见表3-8）。

表 3-8 GDP 增长的驱动力, 2000—2012 年

单位: %

指标名称	2000 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
GDP 增长贡献率: 最终消费支出	65.10%	39.60%	44.10%	49.80%	43.10%	55.50%	51.80%
GDP 增长贡献率: 资本形成总额	22.40%	42.50%	46.90%	87.60%	52.90%	48.80%	50.40%
GDP 增长贡献率: 货物和服务净出口	12.50%	17.90%	9.00%	37.40%	4.00%	4.30%	2.20%
GDP 同比	8.40%	14.20%	9.60%	9.20%	10.40%	9.30%	7.80%

数据来源: Wind 资讯

注: 此表部分内容经译者增补。

这种金融模式已经支撑中国走过了数十载春秋,在金融资源极不平衡的形势之下,它仍然帮助相当一部分中国人从贫困中摆脱出来,并逐渐开始了新时期的发展战略,这究竟是如何做到的呢? 很多人看到中国的外汇储备,都相信中国现在是十分富裕的。但事实上这是一个错误的看法。当人民银行收购这些外汇储备的时候,它就已经在国内创造了人民币资产。在这种情形之下,这些外汇储备在中国境内使用的时候,又怎能不造成更大的货币压力呢? 3.2 万亿美元该怎么花? 现在这些巨额外汇储备全部都以低收益的债券资产为主,并且注定了会逐渐贬值。事实上,一直有人质疑中国央行将如何管理自己的账户,当美元贬值、人民币升值的时候,市场损失将会很大。

但是中国外汇管理局,作为中国人民银行的一个部门,似乎并没有重视这个问题。外管局认为,美元兑人民币汇率的变动改变了外汇储备以人民币计价的价值,但是这并没有从实质上影响到外汇储备的海外购买力<sup>①</sup>。事实上这只是在国内的宣传手段而已。中国外管局的意思是,中国外汇储备的美元价值,这个“数字”实际上并没有损失,100 万美元仍然是 100 万美元。当中国的本币升值的同时,整个资产并没有损失。但是货币资产价值是相

<sup>①</sup> 参见彭博资讯,《中国释放出更多的人民币升值信号》,2011 年 7 月 20 日。



对的,不是绝对的。美元的价值在过去几年里的确在不断下降。这意味着在过去的几年里,美元价值相对一篮子货币,包括人民币的价值都在下降。因此现在用1美元能够买到的东西比以前要少的多了。如此说来,境外真实购买力的确下降了。但是,如果央行承认了这一点,那么它们将要受到关于其如何管理资产负债表及其资产负债表本身质量的质疑。

在当前制度的框架之下,想要让中国中央政府国际化地使用其外汇储备还十分困难。国内大量的垄断机构缺乏相应的管理经验,这将不利于对资本的管理。更重要的是,更多实质上的“自由化”将会影响到这个体制的核心,影响到国家的现实利益。所以,中国政府缺乏这方面改革的动力也是可以理解的。

### 中国最新的银行经营模式

按照陈元的想法,中国不应该照搬照抄美国的东西,应该建立有中国特色的银行体系。经过多年来的修修补补,整个陈旧的金融体系被这些资产管理公司重新组装了起来。在最后清理中国农业银行的不良贷款和2009年的信贷激增之前,国务院和四大商业银行已经针对资产管理公司的命运展开了激烈的讨论。曾经有一位资产管理公司的高级管理者曾对尚未发生但即将发生的事情做出了如下描述:

“第一次政策性不良资产处置中的损失是由国家承担(约1120亿美元);第二次剥离的商业化收购的盈亏(约640亿美元)是资产管理公司以自己的经营利润归还央行再贷款来承担。如果定价不准,意味着最后再贷款的损失将用资本金去弥补。最有可能的结果,就是资产管理公司和国家扯皮。”<sup>①</sup>

---

<sup>①</sup> 《资产管理公司转型歧路》,《财经》2008年第10期。

这位资产管理公司的官员清楚地知道，如果资产管理公司采取减记，他们会破产，迫使财政部向中国人民银行偿付未经偿还的债券和贷款。如果财政部不这么做，那么中国的银行将蒙受损失，而他们本身的资本金是无法承担这么多损失的。

但是2008年9月雷曼兄弟(Lehman Brothers)的倒闭，使整个情况发生了转变。当整个国际金融体系已经在崩塌的边缘摇摇欲坠的时候，中国政府仿佛才恍然大悟，它眼前的面纱被一下子掀开了。至少从1994年开始，当然更确切的是1998年以来，中国银行业的改革和监管所依据的是美国的金融经验。花旗银行，摩根士丹利，高盛和美国银行被视为金融实践和智慧的缩影。这些曾经引导着中国银行业发展的具有先进经营模式和监管制度的美国模式，在一场金融危机到来之时变得名誉扫地。但此时也没有任何其他模式可以取代它的位置。这时中国的银行突然没有了任何限制，它们不仅开始了所谓的信贷盛宴，还试图拿到更多新的金融许可证。就像一位资深的银行家曾经说过：“没有人知道新的银行模式会是什么样子的，所以在此期间，我们最好能够抓住所有能够拿到的牌照。”对于资产管理公司来说，它们可以很容易拿到更多的经营许可证，但是它们是怎么拿到的呢？

除了从商业银行那里接手不良贷款之外，资产管理公司持有破产券商、租赁公司、财务公司、保险公司以及商品经纪人的相关债务。世界对于五年前中国这部分金融体系的崩溃并无所知。在很多情况下，资产管理公司主要负责资产重组，将债权重组变为股权，再将其出售给第三方，包括外资银行和企业。如果价格商谈成功，那么打包销售的收入将可能足够用来全额偿付债务。但在绝大多数情况下，这些僵尸公司从来没有被卖出过，但他们也没有被关闭。最终，他们摇身一变，聘用新的员工，成为了资产管理公司的子公司。例如，东方资产管理公司，自豪地拥有着11家成员单位，业务涵盖证券公司、资产评估、金融租赁、信用评级、酒店管理、资产管理、私募股权投资和房地产开发等多个领域。信达作为最大也是最激进的资产管理公司，有12家成员单位(汇达可以当做第13家)，包括证券、保险、信托和基金

管理公司等(见图 3-11)。通过收购母公司资产管理公司,中国的银行将可以一举持有全套牌照,表面上使他们跻身全能银行的行列。

当然,资产管理公司一直为此而怂恿商业银行,因为它们不想被关闭。其实还有一部分“平凡”的意味在里面,因为资产管理公司一直被银行看作将不必要的人员剥离出来的一个安置点。双方都开始以剥离不良资产为目标,与政府开始博弈。到 2009 年年中出现了传言,中国工商银行和中国建设银行均向国务院提出了约合 20 亿美元的具体投资计划,试图收购关联资产管理公司 49% 的股份。这种想法是惊人的:是收购什么实体的 49% 的股份?但稍后这些就不是传言了。2009 年《财经》杂志报道,国务院已经批准了中国建设银行针对信达资产管理公司 49% 股份的收购申请。交易额约为 237 亿元人民币,约合 35 亿美元。这部分股份一直由财政部持有<sup>①</sup>。据报

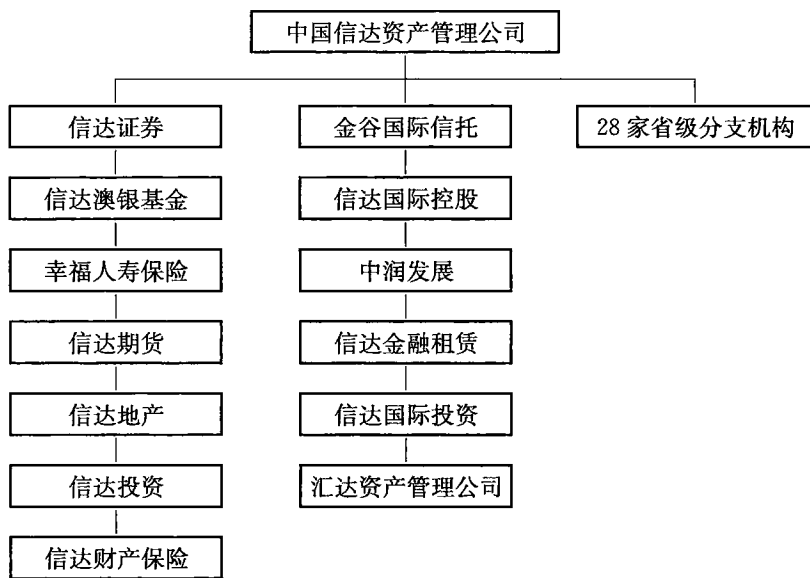


图 3-11 信达资产管理公司组织结构

资料来源:基于信达资产管理公司网站进行整理

<sup>①</sup> 财经网网站: [www.caijing.com.cn/2009-09-23/110258742.html](http://www.caijing.com.cn/2009-09-23/110258742.html)。

道，信达的总注册资本包括财政部原来的人民币 10 亿元，总计人民币 33.7 亿元。这是难以置信的，因为这就意味着信达在过往十年的经营中没有一分钱的损失，无论是经营或是信贷方面。这简直是不可能的，即使信达是四家资产管理公司中经营最好的一家。或者，也许是无数的新增附属公司的经营收入抵消了这种损失。谁知道呢？

即使信达没有破产，人们对于信达资产的估值报告也表示十分惊讶。除此之外还有更多的别的安排。就在同一天，信达提出了另一项交易，财政部宣布将信达向建行的价值 2 470 亿人民币的债务再延长十年。毫无疑问，这个举动代表着延长其他三家资产管理公司生命的第一步<sup>①</sup>。

最后，信达公司可能无法以其建议的形式完成这项交易。然而，到了 2010 年年中，一个新的结构已经为信达准备好了。经国务院批准，由财政部独家发起，中国信达资产管理公司整体变更为中国信达资产管理股份有限公司。中国信达资产管理股份有限公司于 2010 年 6 月 29 日在北京成立。其毫无价值的资产，包括它欠人民银行的贷款，现在被拆分到了越来越多的无处不在的“共同管理账户”，被更多的财政部欠条所取代。这样使得信达成为了一家拥有各种金融许可证的公司，并开始寻找战略投资者，而中国建设银行则有望成为其中之一。从这一笔笔不断循环滚动的债务来看，中国的中央政府，特别是财政部，虽然拥有着梦幻般的财富，但似乎缺乏勇气和智慧来完成那始于 1998 年的银行体系改革。

## 资产管理公司的估值

资产管理公司自身的能力并不能使其更好地完成应尽的职责，于是这些公司在自己的网站上或者利用媒体宣传等手段努力地维护自己的形象。

---

<sup>①</sup> 东方资产公司所欠中国银行的债务在 2010 年被展期，与此同时中国工商银行所持有华融公司债务在 2010 年被展期。

当然不仅是他们自身的形象受到来自各方面的质疑,他们自己本身不透明的财务状况也受到了各方面对于其管理资产的价值猜想,有些猜想甚至十分夸张。在这些资产管理公司成立后的十年里,他们仿佛已经企及了一个梦幻般的世界,这里的资金是零成本的,并且其数量可以远远超过整个经济上或者国家层面的度量范围。

每一个资产管理公司的网站上都公布有其工作的相关新闻和数据。但是没有一家公司会公布甚至最粗略的资产负债表或者收入报表。比如,华融公司公布了长达 96 页的报表,留给读者的并不是答案却是更多的疑问。华融资产声称,自己通过将 53 亿元人民币的收入商业化,实现了 20 亿元人民币的利润。这就意味着,33 亿元人民币的成本包括其对工商银行和人民银行债券的利息支付,但这似乎不可能,因为如果是这样的话,那数字也太小了。华融同时声称国有资本融资 159%。华融初始资本仅有 100 亿元人民币,但却支持其购买了名义价值 7 200 亿元人民币的坏账,并且同时还要支付利息。在这种情况下,公司能够完成盈利,那么华融一定是全球管理不良资产最好的公司。华融公开的这些信息究竟应该如何解释呢?正如当时中国建设银行的领导理解的那样,尽管中国建设银行已经表现出对于投资信达资产管理公司的兴趣,但是信达的价值将如何评估,是一件十分困难的事情<sup>①</sup>。

如果我们仔细研究一下现有的资料,那么或许可以给予我们一些信息。这些资产管理公司所持有的上市公司信息将为我们提供一些事实依据。但是持股的清单似乎并不详细,总的来说看上去还算乐观。信达、华融、东方和长城在 2011 年中期,其持有的 85 家上市公司股票的合计价值为 69 亿美元,其中有 40 亿美元的价值都集中在六只股票上面(见表 3-9)。这个清单并不是最全面的,因为这些资产管理公司肯定会卖出一些持仓用来归还其负债的利息。毋庸置疑的是,在牛市时,资产管理公司是活跃的交易者。即

---

<sup>①</sup> 《经济观察报》,2010 年 6 月 12 日。

便这样,这些投资也难以标明其实际上所保有的巨大财富。

表 3-9 资产管理公司持股选摘,2011 年 7 月 31 日

单位:百万美元

交易代码	控 股	资产管理公司	价值评估
601600	中国铝业公司	信达	1 288
600657	信达地产	信达	776
601989	中国船舶重工集团公司	华融、东方	614
601268	中国第二重型机械集团公司	信达、华融	519
002430	杭州制氧机集团有限公司	华融	428
601398	工商银行	华融	317
		合计	3 942

数据来源:彭博资讯, Wind 资讯

在其持有的 85 家上市公司中,有约 15%都被监管机构视作 ST 股票。这些被冠以 ST 的股票不是亏损企业,就是在财务方面有一定问题。但这意味着这些失败的公司成为了资产管理公司的受托人。这些公司看上去并没有什么市场价值。最著名的两个例子就是德隆系和中国新技术创业投资公司。这两家中国著名的机构在过去 20 年里轰然倒塌。

在名单中我们看到了诸如中国船舶重工和工商银行这样的大公司,就像我们将要在第七章详细介绍的那样,中国政府在这些企业 IPO 的过程中无疑主动邀请了资产管理公司来参与。而在 IPO 之后,资产管理公司可以在二级市场抛售股票获得收益,来支付利息。这就是中国体制内的运转方式。没有中国政府对于其投资的支持,这些资产管理公司哪里来的资金?这些投资中没有一项是源于其对于原有不良资产组合的运作,当然上述清单中的中国第二重型机械集团公司和杭州制氧机集团有限公司也不是。

一个普遍的看法是，资产管理公司坐拥着价值连城的资产。当然由于没有相关的细节，我们很难对这种看法提出质疑。从直接财产运营的角度来看，只有信达地产才能视作资产管理公司用自有资本进行运营。这家公司拥有大量 A 级资产的可能性并不大。但是从争论的角度来看，如果这些资产的确存在，那么其价值又会是多少呢？当然，这些资产管理公司，包括信达都拥有着以房地产进行抵押的巨额坏账组合。但是到 2005 年，这些不良资产组合已经被逐渐运营完了，而最好的资产也被以 20% 的折扣卖给了第三方。而现在，六年后，这些不良资产组合任何价值提升的受益者将是那些早期的购买者而不是资产管理公司。这些资产管理公司现在只能持有那些最没有价值的资产。

资产管理公司的角色还要再持续十年。它们在今后会逐渐开始担负起重组地方政府债务和其他坏账的责任。在未来，或许这些资产管理公司会发行股票，但只有当财政部支持它们的时候，它们才会这样做。就像当初财政部支持了信达资产，为其不良资产建立特别管理账户，帮助其进行再融资一样。

## 意义与影响

一个经常被人们提到的问题是，中央政府对于失败的金融交易的管理机制是没有问题的吗？中国毕竟有资金实力来吸收这种规模的损失，如果它确定要这样做的话。所以这个问题的答案必须是肯定的。每一天，新闻媒体都报道着中国的“国家队”和新的主权财富基金在国际市场上寻找投资机会的故事。人民币国际化已成为头条新闻，中国人民银行试图挑战美元作为国际贸易货币的主导地位，也许有一天，人民币也会成为国际储备货币。但很少听到中国银行业的动作，为什么呢？

在 2008 年，西方的金融局势一片动荡，全世界都在赞赏着中国的经济刺激计划，美林证券和摩根士丹利也都在唱着赞歌。在那时中国的银行又在

什么地方呢？在南非的小收购以及收购加利福尼亚州的一个社区银行就是我们这些中国金融巨头所干的杰作了。可以想象，如果中国工商银行在那段华尔街的黑暗时期向美国财政部提出现金收购花旗集团、美联银行、华盛顿互惠银行、美林证券的时候，美国政府会是一副什么窘迫反应。对于中国来说，这整个购物篮里都是便宜货。但是机会稍纵即逝，这样的机会不会再出现第二次了。与此相反，中国的企业客户、中国国家开发银行、中国的主权财富基金一直在积极寻求国际投资，为什么不找中国的银行呢？

换句话说：如果中国银行业的市场估值是真实的，而银行的规模已经如此之巨大，为什么中国的银行业务模式不能出口呢？由于美国和欧洲的监管机构和政府寻找办法，以防止下一次金融危机，为什么中国的金融模式，即资产管理公司和国家所有权的模式，没有被欧美国家所引用呢？有人预测，如果中国试图在不久的将来取代美国成为全球经济的中心，那么人们所期望中国能够输出的不仅仅是资本，也有知识产权。但我们似乎看不出有这些迹象，更不要说什么期望了。

在过去十年里的故事表明，中国的银行，尽管他们进入了“财富 500 强”排名，但是并不具有国际竞争力。他们的经营方式让人看来，似乎他们并不十分了解发达经济体的银行系统。中国的银行生长在与外界隔离的体制内部，经营完全依赖于政府的指导和支持。就连中国各大商业银行的 CEO 们都需要党中央的组织部来任命，除了长期坚持努力改革银行的公司治理机制之外，有谁会相信一家中国的银行董事长能够更多的代表股东利益，而不是中央政府的利益？中国的银行规模之大是无可否认的，但它们既没有创造性，也没有创新性。它们的市值并不代表其潜在的价值创造的估值方法，而是巧妙地操纵的结果。2010 年，当一家又一家的中国银行陆续公布数十亿美元的资本融资计划时，人们不禁要问，它们在短短三四年前刚刚募集的巨额资金到底去哪儿了？中国的银行有着很强的盈利能力，但是并没有很快的资本增长速度。我们还没有考虑到它们所持有的资产管理公司债权的市场价值以及其在国内债券市场上巨大的风险敞口。事实是，它们现在，即



便是在刚刚 IPO 之后,所拥有的资本金也不够抵御其资产负债表上的风险,但这似乎能够用来解释其 ROE(股本回报率)为什么会那么好。

中国的银行在国家经济中的角色也十分被动。正如有人指出的那样,中国的银行经营理念十分传统,它们仍然被看作一种公共事业。毫无疑问,在 2010 年,他们再次成为了巨大的存贷款机构,按照中央政府的指示发放贷款。不管在过去的十年间,银行的董事长或是高级管理层对银行的经营有多大的作用,从 2009 年开始,他们的影响力都逐渐减弱,就像当年备受推崇的银行业监管机构一样。如果说银行才刚刚开始学着去测量和评估风险,那么它们就已经开始迅速地把这些遗忘了。

有种观点说,由于中国的银行主要信贷客户都是中国的国有企业,因此它们就没有必要去学习所谓美国的那一套东西。这种观点明显似是而非,因为国有企业通常都会拖欠贷款。而中国的银行高管们心里清楚,那些国有企业是否会按期还款其实并不重要。对于中国的银行家们而言,听从党的号令才是最重要的。事实上,中国的资本分配过程是由中央政府来运作管理的,而不是市场。

在公众监督缺失的情况下,很少有人会质疑银行的资产负债表和其收益的质量。国际股票市场及其大部分的年轻金融分析师们都持有一种观点,那就是并不能把中国的银行当作一个个独立的机构来看待,它们实际上是国家经济实力的代表,这使其拥有了相应的价值以及信誉。但问题是,它们事实上只是体制内经济的代表。在这样一个经济体制下,当局可以按照自己的意愿做出组织安排,一个典型的例子就是让银行反向收购未重组的资产管理公司。一家大型美资银行的分析师曾公开支持过类似的想法:“这些资产管理公司背后站着的是世界上规模最大的一些银行,这些银行对资产管理公司的一些业务都很感兴趣。所以从商业的层面来看,这种情况(商业银行持股资产管理公司)的发生就是情理之中的。”其他主要机构的外国分析师纷纷积极地回应了这种观点。

这种不假思索的评论对于中国确实没有帮助。但如果中国政府放松警

惕,认为四大银行其实是世界一流的,以鼓励他们拓展国际市场,这将是非常危险的。随之而来,西方监管机构和媒体的审查有什么样的影响呢?我们已经看到了媒体对于美国2008年次贷危机和资产证券化方面的关注,但是没有一个人对此的看法是乐观的。我们应该记住的是,贝尔斯登(Bear Stearns)和雷曼兄弟(Lehman Brothers),在一个周末就消失了。中国的政治精英们肯定已经学到了这方面的经验教训,就像从其他国际金融危机学到的一样。

在中国,对于政治的过分强调使得其难以出现国际化的大型银行。诚然,中国的银行的确貌似国际化,它们公开上市,进行广告宣传并且开展消费贷款业务。但是正如2009年我们看到的那样,这种看似国际化的改变实际上是表面的:它们的商业模式改革已经变成了一个更加难以达到的目标。这些银行将始终是受到中央政府严密保护和直接控制的国内机构。最近几年国际上一些大银行的高官都曾表达要建立“堡垒一般的资产负债表”的观点,以应对明显的经济压力。在中国,事实上也有一种建立类似“堡垒”的驱动力,但这只是旨在将其银行体系封闭在国门之内,使其绝缘于外部国际上的各种风险和变化,让整个银行体系在中央政府的控制之下运行。

2009年和2010年,中国的银行发放贷款超过20万亿元人民币(具体数目是多少其实很少有人能够说清楚)。如果在未来的几年内,这些贷款没有演变为不良资产,并且仍然以全部面值体现在银行的资产负债表上的话,那么中国的银行体系将必定继续保持封闭的状态。另一方面,如果对于风险的分类和管控仍旧依照国际标准进行,那么我们可以预见的是20世纪90年代发生的事情可能重演。将会有巨额的贷款到期无法偿付,而银行也会需要更多的资本需求进行资产重组。目前,贷款和高派息已经超出了银行的资本充足率,这迫使银行需要更多的资金,而这些资金主要来自国家本身。但是具有讽刺意味的是,对资金的需求也是可以得到缓解的,比如通过降低贷款资产,确保资产管理公司将继续发挥核心作用等方法。

在过去的几年中,中国的银行纷纷进入消费业务:信用卡和借记卡,汽

车贷款和抵押贷款在本国广大的沿海地区已十分常见。从 2008 年开始,出口的崩溃揭示了中国的出口依赖型经济模式的巨大弱点,来自各方面的专家呼吁政府制定一个类似美国的刺激国内的消费模式(又是美国的模式!)。而推动这项议题的另一种力量,是中国的老龄化问题。如果政府决心将出口外向型经济转变为消费拉动型经济,那么这就意味着中国的国内储蓄率会下降,例如家庭存款。那么这样一来银行会发生什么情况呢?中国庞大的金融体系能够有今天,几乎完全依赖于英勇的中国人民而造就的高储蓄率,他们是唯一的非国有资金来源。人民银行和资产管理公司的模式之所以现在仍然能够奏效,是因为中国的储蓄偏好,以及流动性的活跃。如果中国人开始像美国那样,对借贷和消费充满热情的话,会对中国的银行资本产生什么样的影响呢?从这个角度来看,产生丰富的新型投资和消费信贷产品似乎不太可能。同样,将充分的资金投入和社会保障中去,这样的改革似乎还不会到来。

最后,有外资银行的存在。外资银行对于中国加入 WTO 一直表现得特别活跃,并且一直希望中国能够开放国内市场,使其进入中国。中国基本上遵守了协议,在过去的八年中,外资银行纷纷斥巨资开发网络和新的银行产品。对于一个主要侧重于国内消费者的金融服务群体来说,这些美国和欧洲的主要银行的分行网络和品牌广告在中国的主要城市和媒体中也变得越来越普遍。外资银行在当地货币的风险管理产品这块市场发展得也很快。

这些银行明白,中国的金融体系正处在转型的时期。它们都坚定地期望,在不太遥远的未来,中国的市场将被完全打开。这是在 2008 年之前普遍持有的观点。但是,从中国中央政府给这次全球金融危机所下的结论看来,想让中国继续按照原来西方式的金融模式继续改革下去似乎已经不太可能。但是除了维持现状以外,也没有其他的金融模式,而这就是现在事态的发展方向。那么,外资银行在中国的未来将会怎样呢?

总之,中国的银行业长期在中央政府为其创造的柔软且舒适的保护茧中运行着,长期为其创造着可观的财富与价值。正如中国 2008 年奥运会和

国庆 60 周年大阅兵一样，对于管理运作这些象征着经济改革和现代化建设的重大活动与工程，中国的中央政府一直十分在行。然而，具有讽刺意味的是，如果 1997 年的亚洲金融危机让中国领导人看到了金融体系改革的迫切需要，那么 2008 年的全球金融危机则产生了相反的作用。他们提出的基于大规模银行信贷支持的经济刺激计划可能会冲走过去 10 多年改革的良好成果。更具有讽刺意味的是，当“好银行”被削弱的时候，原先以改革为目的而建立起来的“坏银行”则被加强了，这或许是为了未来下一次的改革而做准备。运行于新兴经济市场中的机构总是对改革浅尝辄止，而市场总会被政治需求所绑架。中国经济新一轮改革可能取决于下一次金融危机什么时候发生，或是当局者真正明白，经济表象并不能代表经济深层的真实现状，中国的经济改革需求还远未得到满足。

## 第四章 受管制的中国债券市场

“与我国发展较快的其他金融工具相比,尤其是在我国储蓄率较高、广义货币(M2)占GDP比例较大的背景下,我国公司债发展较慢,使其在国民经济中发挥的作用确实相当有限。同时,公司债市场发展滞后,还使我国金融市场融资结构很不合理,整个金融体系隐含了相当大的风险,很可能给社会经济发展带来比较严重的后果。”

——周小川 2005年10月20日

在中国债券市场发展高峰会上的讲话

发达国家的债券市场诞生的背景是,当公司或者其他资金短缺的实体想获得成本较为低廉的融资方式的时候,发现作为传统渠道的银行却不愿意或者没有能力为之提供如此廉价的资本。同时,这些实体也发现,在市场中并不是只有银行才有能力对自己的风险进行解释和评估,其他规模较大的机构投资者,如保险公司、养老基金等,也具备独立判断投资风险的能力。那么问题就来了:如果有资金需求的一方可以从其他投资者(资金提供方)那里获得更廉价的融资的话,为什么非要依赖银行呢?为什么他们不利用这些和银行在资本供给地位上存在潜在竞争关系的“其他投资者”,来迫使银行降低贷款的成本呢?而且,从中国过去数年的发展历程来看,融资渠道

的多样化的确已经是进行时。首先，中国的债券在发行数量上创下纪录；其次，债券发行已经进入标准化和规范化操作的时代；再次，中国在资金供给方面已经开始允许一定程度的外资参与。那么，基于这些事实，我们是不是就可以说，在不远的将来，这些非银行的投资者们能够形成和银行竞争的局面，为存在资金需求的一方提供他们所需要的资金，同时也可以大大降低银行体系目前所承担的大量的信贷和市场风险呢？我们不要忘记，后者也是人民银行金融改革所希望达到的众多目标中的一个。

在中国，对问题的认识不能停留在表面，如果仅仅因为一个词在其他国家表示某种含义，就认为这个词在中国也表示同样的含义是行不通的。在中国，缔造债券市场和主张银行改革的是同一群人。2005年，在银行间政府债券市场濒临绝境的时候，他们为了减少银行体系高度集中的风险，开始在银行间市场引入参照国际市场规则所设计的公司金融产品。表面上，他们的努力取得了一定成效。但事实上，尽管发行数量大大增加，市场参与者的数目也达到相当大的规模，市场上的产品种类也层出不穷，市场参与者却不得不承认，中国的债券市场仍然停留在比较原始的阶段，这个观点，也可以从前面引述的周小川的那段话得到验证。所谓中国的债券市场受管制，一方面是指利率结构受管制，另一方面是指债券市场的投资者基本上局限于各大银行。想要理解为何当时的债券市场濒临绝境，我们需要寻求一些技术层面的诠释。但是，要想理解政府是如何管理中国金融体系的，关键要认识清楚市场是如何被控制的：虽然有了现代资本市场的形式，其真实内涵却并不具备。

通常，“原始”这个词是指缺乏必要的市场“基础设施”，但是中国并不缺乏这些“基础设施”。这些“基础设施”当初之所以能够建立，是因为债券市场被视作经济现代化的一个必不可少的标志，就好像代表经济现代化的其他标志那样，比如：高速公路、新机场航站楼，或者坐落在北京的极具现代风格的中央电视台办公大楼等。这些债券市场的“基础设施”包括了：五个信用评级机构、不少于七个的监管机构、两个以上的行业协会。这些机构之间

虽然存在权力的重合,但是相互之间并没有太多的协调沟通。在较为发达的资本市场上能够看到的金融产品,很多也可以在中国市场上看到,包括政府债券,商业票据,中期票据,公司债券,银行从属债和直接负债,还有一些资产抵押证券等等。这些金融产品的交易方式大致包括了出售套现,回购协议<sup>①</sup>中用作抵押或者远期出售等,其包含的利率风险可以通过利率掉期得到规避。这些也都是西方市场常见的交易方式。

中国债券市场还停留在“原始”阶段,指的并非交易方式的问题,而是指中国债券市场缺乏其他主要国际资本市场拥有的必要的市场要素。这个市场要素就是由市场对风险进行衡量,并且将评估出的风险量化融入资产价格计算的能力。从市场的角度来说,风险就意味着价格;资本和其他东西一样,都存在相应的价格。然而,在中国,只有政府领导者而不是市场力量通过收益曲线来确定无风险融资成本<sup>②</sup>究竟为几何,而政府决定的依据是基于银行融资的成本,也就是一年期银行存款的利率,这显然是有别于基于市场的收益曲线的决策依据的。最后,在公司债发行的初级市场上,承销费用和债券价格也往往以银行贷款为参照,而非市场真正的需求。正由于此,发行企业在新发行债券时因为发行价被人为压低<sup>③</sup>所造成的损失,需要通过市场以外的其他手段来进行额外弥补,比如获准进行一定量外汇交易。换句话说,债券价格的设定机制还掺杂了债券市场以外的其他因素,承销商也往往在获得债券后并不将其出售给其他投资者而是一直持有到债券到期日。

---

① 回购,或者叫重新持有协议,是一种融资手段。交易的一方拥有证券,通常情况下是政府债券,然后将其作为抵押,抵押给另外一方以借得资金。对于一个庞大的债券投资组合来说,通过这样的融资方式来获得投资需要的资金是一种低成本的融资方式。

② 无风险融资成本通常是所在国家所发行国债的利率,这里所说的无风险其实是指的无信用风险,因为国家的信用通常因为其货币发行的能力和相对稳定和安全的财政税收支持而高于其国内的其他企业或者实体。国债仍然带有市场风险,比如受利率浮动而导致的资产价格的变化。——译者注

③ 这里所说的发行价是指债券的发行利率,债券的价格通常和利率成反比,即利率越高,债券价格越低。在中国债券市场,因为参照银行贷款利率,债券在初级市场的发行利率被设置过低(因为对风险的评估过低),因此初级市场的债券价格则过高,而二级市场因为依据市场需求,对风险的评估相对高,就导致二级市场的债券价格反而低一些,这样一来就造成了承销商不愿意在二级市场出售债券了。——译者注

为什么会这样呢？因为二级市场和初级市场有异，其不同之处在于二级市场中，资产定价是根据投资者的市场需求来确定的，如果承销商将在初级市场以被人为压低了价格购入的债券在二级市场出售，很有可能会出现亏损。正因为这个原因，每天在债券市场上交易的中国国债和其他类型的债券最多也不会过百。如果承销商坚持要出售债券，那么他们在出售价格上反而必须要贴补买方差价才可以使交易成功。交易如此不活跃，市场定价自然也不会客观准确，因此这个差价也可以被看成是“流动性溢价”。

另外，在解释中国债券市场的问题时，也有一些其他的历史背景需要了解。中国的传统体制是政府拥有一切，财产私有向来是禁止的。因此，债券市场可能在当初被寄予厚望，能够成为最发达的融资市场。毕竟债券和股票不同，并不直接接触及敏感的所有制问题。可是，任何人都可以发现，在中国，从寻常百姓到省部级官员到党的高级领导层都不约而同地对股市更加情有独钟。这个现象从1980年代早期股票的概念被众人所熟悉开始就一直存在至今，也正是这个现象让很多观察家认为中国其实是在走发达经济体过去的老路。

为什么他们对债券提不起兴趣呢？原因很简单：政府和央企的这些领导们认为股票市场为央企提供了大量的“免费”资本，这里“免费”指的是通过股票筹集的资本是不用偿还的。相比之下，债券的本金类似贷款，必须在指定的某个时间归还，并且这一点在过去显得并不那么“有利”。股票市场更有利的一点是，通过上市，这些央企获得了“现代”企业的一个表面形象（更不用提海外上市后高管薪水待遇的水涨船高），而举债则无法带来这样的好处。只能说，股票具有更伟大的象征意义。发行股票改变了整个游戏的规则，而发行更多的债务则仅仅是满足业务层面的需要而已。任何一家金融媒体都不会因为一家中国企业的首席执行官因为向银行成功借得贷款而为之歌功颂德。

中国“美轮美奂”的市场“基础设施”的确必要，但是还不足以使债券市场脱离“原始”阶段。由于价格的人为操纵，对于发行债务的公司来说，选择



哪种形式的债务并没有太大差别，债券和贷款对公司来说其实是一回事。更重要的是，债券市场对承销商和投资者来说也没有什么差别，因为别指望从两者都赚到钱。这一章会解释为什么如此。沿袭苏联计划经济体制下的原则，利率并不反映市场中的资金供需，债券的定价也因此并不反映真实市场的价格。这也正是“体制”所中意的，领导人认为他们在衡量风险和定价的问题上要比任何市场更有效。2008年国际金融体系的几近崩溃的事实更是坚定了他们的这一信念。

那么在这样一个对风险定价缺乏充分理解的债券市场中，到底债券市场所获得的“发展”是指的什么？风险的内涵之一就是变化（的不确定性）。但是中国的债券市场在建立伊始，无论是发行企业的本身质素的变化或者发达市场所理解的市场供需互动，都被赋予“不变”的基调。因此，上面引用周小川的那段在公众场合发表的略显罕见的讲话体现了，在高级官员中至少还是有一些人意识到了风险被掩盖后所带来的潜在系统性危机。就其个人经验来说，他对债券市场滞后给社会经济发展可能带来的后果的判断一点也不让人吃惊。如果这些判断都是正确的，即市场的确存在潜在的危险，那么为什么中国还需要债券市场，或者说，为什么需要当前这样一个“原始”状态的债券市场呢？

## 中国为什么需要债券市场？

当你了解了这样一个事实，即中国70%的债券都被银行持有，那么为什么提出这个问题的重要性就不言而喻了。对于以朱镕基和周小川为代表的市场改革派来说，1998年开始的银行改革中就包含了债券市场的发展这一内容。一个好的债券市场的存在可以促使其他非银行机构持有公司债券，而不是仅仅由银行持有，这对于分散银行系统的风险是有益的。可是如果那些没有国家背景的投资者不能够全心全意参与债券市场的话，风险还是得不到分散。事实上，在过去的30年间，国家财政预算需要资金的支持，

而国家税收能力却又相对薄弱的现状使得中国债券市场已经获得了长足的发展。公司投资者尚可依赖银行贷款这个途径,可一个国家的财政部,至少按照目前世界各国财政的运营模式,却无法照搬。试想,如果一国的财政部长连政府债券都发行不了,他还可以叫财政部长么?如果这个国家没有政府债券,就不会有基于政府债券利率的收益率曲线,也就无法为其他证券提供风险衡量的基础,那么这还算是经济现代化吗?20世纪80年代初,财政部对资金的需求促成了这个狭小市场的诞生,20年以后,到了改革派试图进一步扩大这个市场的时候了。

20世纪80年代初,中国国内还没有任何形式的证券市场。距离最近的上一次债券发行要追溯到1959年,而关于那次债券发行的细节在经历了“文革”之后早就被人遗忘了。但是1980年代初雄心勃勃的国家预算里开始首次出现小规模赤字(见图4-1)。针对如何应付出现的财政赤字,财政部里有人非常大胆地提出发行债券的想法。可是问题也随之而来:谁来买这些债券,以什么价格来购买?刚开始的时候,只有国有企业才有资金来购买(当然,这些资金也都是来自银行贷款),因此很自然的,这些企业有政治义

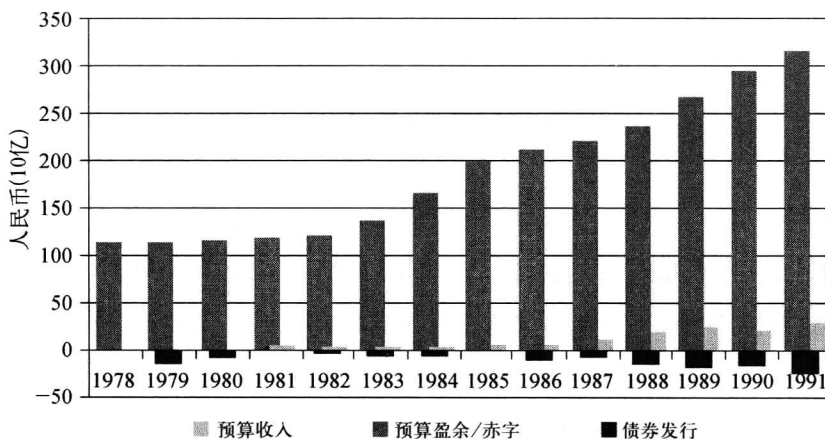


图4-1 1978—1991年国家预算赤字和财政部债券的发行量

资料来源:《中国统计年鉴》

务来购买政府债券,帮助承担政府的预算任务。至于债券购买价格,债券的利率设定在人民银行设置的一年期银行存款利率基础之上加一个小的差额。如表 4-1 所示,个人投资者比国有企业获得更高的利率回报,这一现象不仅体现了财政部当时有从国有企业以外的第三方手中获得资金的需要,也体现了个人投资者对收益的要求。这是当时真实市场的写照,财政部还没有找到可以降低其融资成本的方法。此时,债券交易的二级市场尚未存在。国有企业作为债券投资者,被严禁出售债券,因为这关乎财政部的面子问题:出售政府债券就等于让公众对政府的信用失去信心。

表 4-1 1978—1989 年国民储蓄的构成和债券发行

年份	国民储蓄的比例(%)			人民币发行金额 (单位: 10 亿)	出售比例(%)		国有企业获得利率	个人获得利率	通货膨胀率
	国家	国有企业	个人		机构	个人			
1978	41%	32%	13%						
1979	43%	34%	23%						
1980	22%	16%	20%						
1981				4.87	99.8	0.2	4.0		2.4
1982	17%	27%	29%	4.38	55.0	45.0	4.0	8.0	1.9
1983				4.16	50.5	49.5	4.0	8.0	1.5
1984	20%	24%	39%	4.25	48.1	51.9	4.0	8.0	2.8
1985	19%	3%	50%	6.1	36.0	64.0	5.0	9.0	8.8
1986	19%	21%	60%	6.25	36.6	63.4	6.0	10.0	6.0
1987	13%	26%	61%	11.69	35.9	64.1	6.0	10.0	7.3
1988	7%	30%	63%	18.88	37.8	62.2	7.5		18.5
1989	0%	34%	66%	22.39	0.0	100.0		15.0	17.8

注:所有的债券利息来自到期时间为 5 年及 5 年以上的债券。  
资料来源:《中国统计年鉴》,高坚:《中国国债》,第 47—49 页。

随着贯穿整个 80 年代的农业改革和城市小企业的蓬勃发展,社会财富也急剧增加。到 1988 年为止,近 2/3 的政府债券被直接出售给了普通家庭中的个人投资者。从 1987 年开始,市场形势开始发生变化,通货膨胀上升到很高的水平,银行也被勒令停止发放贷款。于是,国有企业和个人都开始捉襟见肘,同时发现他们手中的政府债券也变成了负收益,在这种情况下,国有企业和个人投资者意识到他们可以将手中的政府债券以较低的折扣价格出售给一些“投机者”。突然间,一个完全没有任何政府监管的“柜台上交易”<sup>①</sup>债券的二级市场突然出现在人们的视野中,也就在这个时候,大众对股票的狂热追捧也在 1989 年和 1990 年到达了顶点。这也是中国第一个(迄今为止也是唯一的)股票和债券的真正市场,可是他们很快就被关闭了。

1991 年,中国的债券和股票市场也开始被置于监管之下,但是他们从空间上被“安全”地限制在新成立的坐落于上海和深圳的交易所之内。这个新的市场结构,表面上体现了市场改革者的胜利,实际上却是市场改革者不得不出妥协的结果,这个妥协的实质就是放弃市场的核心精神。这两个交易所提供的交易场所都受到控制,能够让交易的价格和由谁来投资完全符合政府的利益需要。到这个时候,财政部也意识到其融资成本的居高不下其实也部分包含了投资者对其资金投资债券期间的低流动性的担忧。为了扩大自身融资的需要,财政部从 1990 年代初开始在交易所里发展二级市场。

债券的定价问题依然存在,这个问题的解决一直要到 1994 年。这一年,一个很偶然的机会让财政部发现了一个可以增加政府债券发行(见图 4-2)的可行方案,可以让承销结构和在人民银行利率框架内的市场化招标发行相互配合。作为财政部发起这一创新的高坚,至今在谈起他当年是如何利用红塔山香烟盒作为投标盒,完成了在承销商中举行的首次荷兰式国债拍

---

① 柜台上交易市场英文为 OVER THE COUNTER,简单来说就是场外交易,是相对于在证券交易所内进行的交易来说的,其最主要的优势是在交易成本要低于交易所。——译者注

卖的经历<sup>①</sup>还是饶有兴趣。带有幽默意味的是,这次的成功得益于某人的吸烟习惯加上承销国债中分配公平的方式,大为减轻了财政部融资中的困难,同时也为十年以后债券市场的发展打下了市场基础。

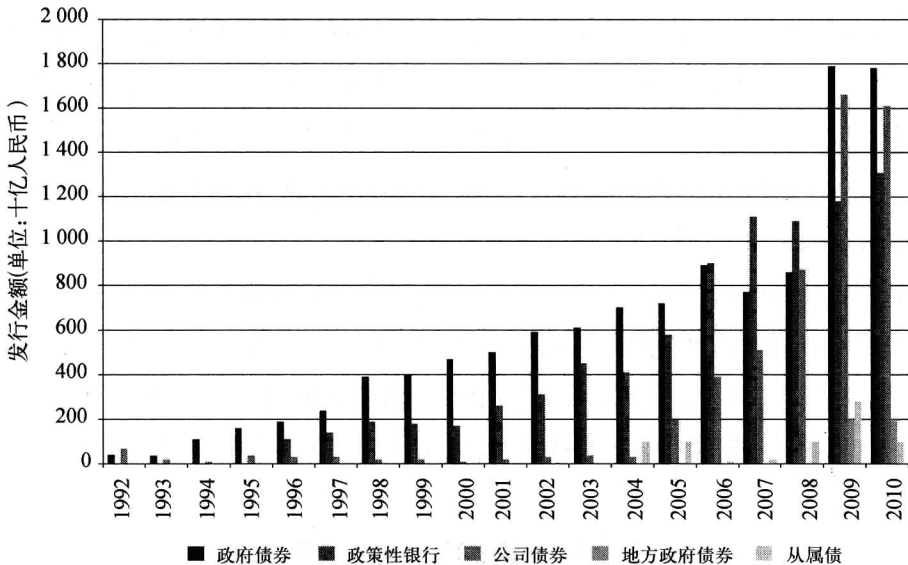


图 4-2 1992—2010 年债券发行分类

注: 2007 年政府债券数字不包含用于中投再资本化所发行的 15 万亿人民币的特殊国债。

资料来源: 中国人民银行,《金融稳定报告》;《中国债券》

## 风险管理

尽管有高坚创造性使用烟盒和随后的荷兰式拍卖的成功,从一开始,无论是发行政府债券,还是发行公司债、银行债,其实都带有政治任务的色彩。这可以从一个简单的事实看到,即市场交易仍然不存在。一个没有交易的

<sup>①</sup> 对于中国政府债券市场最为权威的描述,请参考高坚《中国债券资本市场》,新加坡: John Wiley & Sons 出版社,2007 年版。

市场还能称为市场吗？缺乏流动性的原因是显而易见的：初级市场对债券的定价并不反映实际的市场需求。尽管表面看来，发行量巨大，承销流程也大大改善，发行人的信息披露也透明多了，甚至在某些方面允许外资参与的开放程度都前所未有，但是与其说这是一个以市场价格获得新融资的市场，不如说是“乔装”后的贷款市场而已。很能体现这个市场实质的一个事实是，在参与初级市场的 24 家交易商中，只有两家不是银行<sup>①</sup>。除了国家发改委旗下的企业债<sup>②</sup>是由证券公司来承销之外，其他的债券都由银行一手包办了，这些债券包括了政府债券，人民银行发行的票据，政策性银行发行的债券及从属债等。银行将承销获得的债券放在他们自己的投资账户里，直到到期日，就好像贷款那样。因为初级市场被扭曲的价格体系，银行和证券公司都没有形成如何对资本风险进行评估的能力。或者说，他们也没有必要去了解，因为人民银行通过固定政府债券交易的市场价格以及固定更为重要的一年期银行存款利率已经替他们完成了对风险的评估。

## 人民银行打造的完美的收益曲线

想要了解为什么中国的债券市场并非真正的市场，就必须了解债券常识里的“收益曲线”是什么含义，如何在实际中得到运用。收益曲线体现了相似债券由于到期期限不同所造成的不同利率，对于债券来说，利息成本就是指债券投资者愿意为相应的风险所支付的价格。在所有的发达市场里，由国家或者主权部门发行的债券的利率通常被用于决定发行其他债券的基础。之所以采用国家发行的债券利率作为基础是因为这么一个基本观点，即国家不会违约（显然这个假设值得商榷），因此这些债券在本国债券市场上代

① 这个群体和财政部批准的可以开展国债发行的初级市场券商并不同。两家非银行的券商为中信证券和中国国际资本有限公司。2009 年年底，一些已经获得许可可以开展金融债券发行的外资银行被告知“条件还没有成熟”因此还不能开展业务。

② 书中特别提到企业债有别于通常意义下的公司债，凡是本书中提到的企业债都是指国家发展改革委所属央企所发行的债券。——译者注

表了“无信用风险”的标准。在中国,财政部担任着这个拥有最高信用等级的国家发行者的角色,中国的评级机构给财政部的信用评级是高于 AAA 级的另外单独的一级,高于以中石油为代表的公司所获得的 AAA 级。听上去,四个 A 的级别要比三个 A 的级别响亮得多,有个中国评级机构就大胆地给了美国财政部三个 A 的评级。图 4-3 展示了人民银行规定的不同企业债因为信用等级和“财政部”级别之间的差别所分别对应的最小利率差。然而,这些曲线所展示的却只是一个理想中的状况,现实里并不存在,这又是为什么呢?

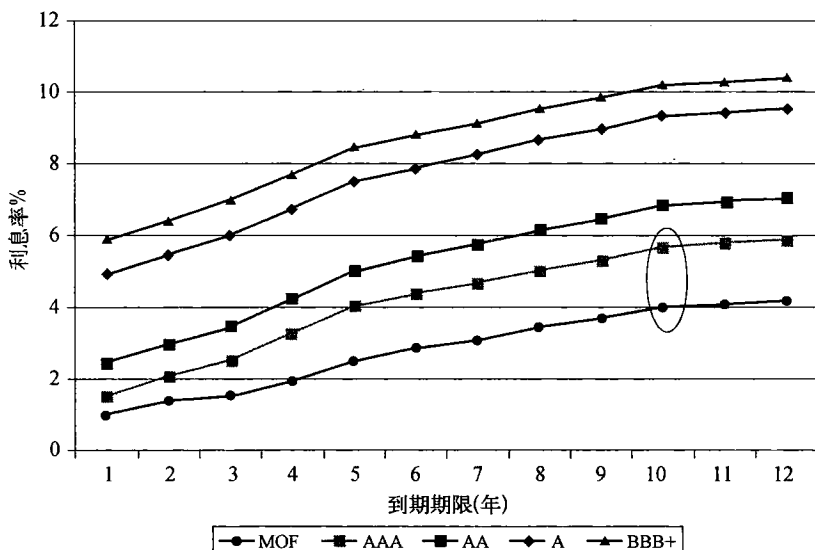


图 4-3 规定与财政部信用评级最小利差(按信用和到期期限)①

来源:《中国债券》2009年10月20日

和其他国际市场类似,这些曲线也是建立在财政部收益曲线的基础之上的;比如,图中被画圈的就是十年期 AAA 级债券和财政部债券之间的最小利率差<sup>②</sup>。可问题是,在中国,人们并不使用财政部债券的收益曲线作为

① 图里最下方曲线的 MOF 就是财政部所代表的信用等级。——译者注

② 当然,如果这些承销商获得其发行人客户的允许,他们是可以把企业债的利息设置得高一些的。

参考标准,而是使用中国人民银行的贷款利率。之所以不使用财政部债券的收益曲线,是因为其并不真实,这点我们后面会解释。图 4-4 展示了中国人民银行规定的银行一年期贷款利率和存款利率。

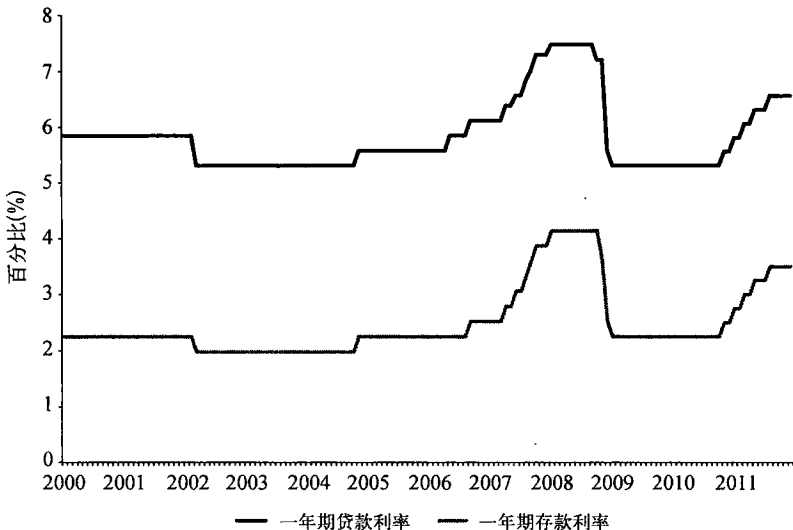


图 4-4 2002 年至 2010 年一年期人民银行存贷款利率比较<sup>①</sup>

来源：《中国债券》

规定的存款利率和最小贷款利率之间的利率差被人为地设置为 3%，这样一来确保了资金出借人至少 3% 的利润空间<sup>②</sup>。当银行承销并购买债券的时候,很自然的,将会把投资债券的潜在收益和发放相似的银行贷款作比较。发行企业也会有类似的考量。承销购买决定中所参考的是银行贷款利率的因素,而不是财政部债券的收益曲线。在实际操作中,由于财政部债券利率往往不被作为定价的基础,导致企业和金融部门发行的债券在利率上

① 此处的图是由译者根据中国人民银行所公布的历年银行存贷款利率表(更新至 2012 年 7 月 16 日)所绘制的,在局部处有别于原作者的图,但是从形状和曲线拐点来说基本一致,也表达了原作者的意图:即说明固定的利率差。——译者注

② 从 2004 年 1 月开始,对贷款最高利率的限制被取消了,但是银行仍然要遵守最低利率的限制,这个最小利率应该按照人民银行根据相应到期时间设置的利率的 90%。



相对较低。这是因为银行可以从发行人那里获得其他的业务作为他们为之支付的过高价格(此处指过低利率)的补偿。但是不管怎么样,他们都知道,如前所述,财政部债券收益曲线只是虚构的。

### 由假想交易产生的假想曲线

图 4-5 展示了 2009 年 12 月 8 日这一天公司债券的交易实际状况。这些收益曲线看上去就像是机关枪随意向墙面散射之后留下的弹坑形成的。我们通过了解图中标识出的两个信用评级同为 AAA,到期期限同为大约五年

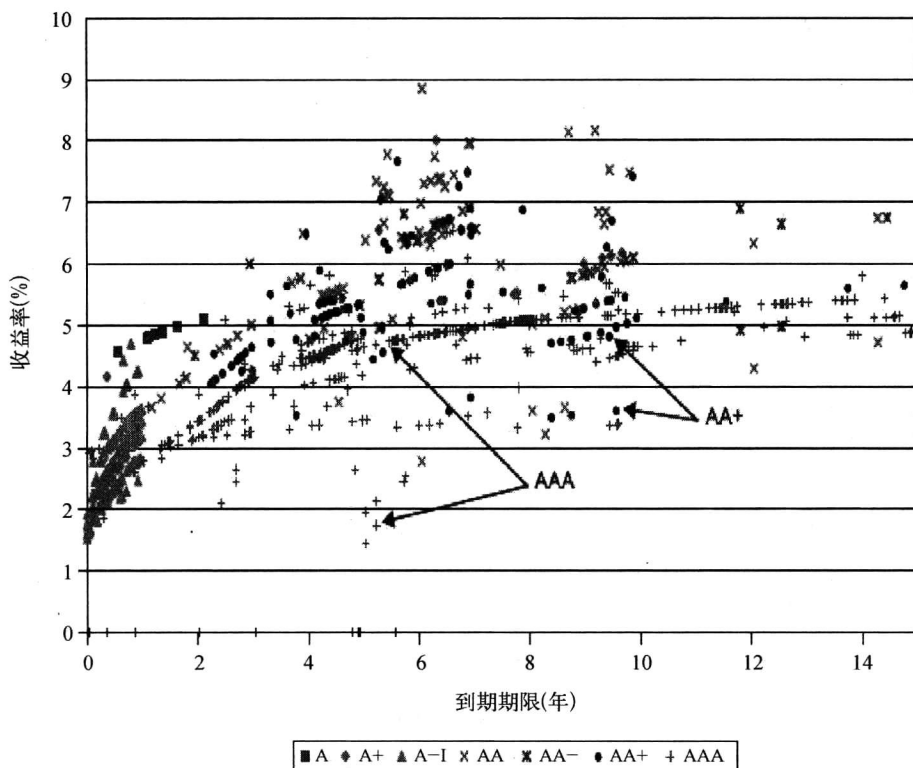


图 4-5 公司债实际收益曲线数据(按到期期限和信用评级)

来源: Wind 资讯, 2009 年 12 月 7 日; 不包含财政部, 国开行和金融债券

的债券就可以了解这幅图所传递的信息了。这两个债券的交易价格极为迥异,一个是95%的面值,一个是98%的面值。这并非个别现象,整个图里类似的例子比比皆是。为什么这两个看上去极为相似的证券定价却如此不同?

必要的市场交易匮乏是导致这一奇怪现象的一个原因。举例来说,2009年12月8日,整个中国的银行间公司债交易只发生了1550次,而这个市场的成员总数却有9000多个,债券总值也达到1.3万亿元人民币(约合1900亿美元)。相比之下,美国国债市场平均日交易次数就达到60万次,而交易金额也达到了5650亿美元。如果没有市场参与者的积极参与,很难想象如何来确定债券价格以及市值。

当我们把目光集中在财政部和国开行债券交易上的时候,中国债券市场的特点就可以看得更加透彻(见图4-6)。2009年12月7日当天,财政部债券被交易了52次,国开行债券被交易了108次。真正交易的次数更有可能仅有

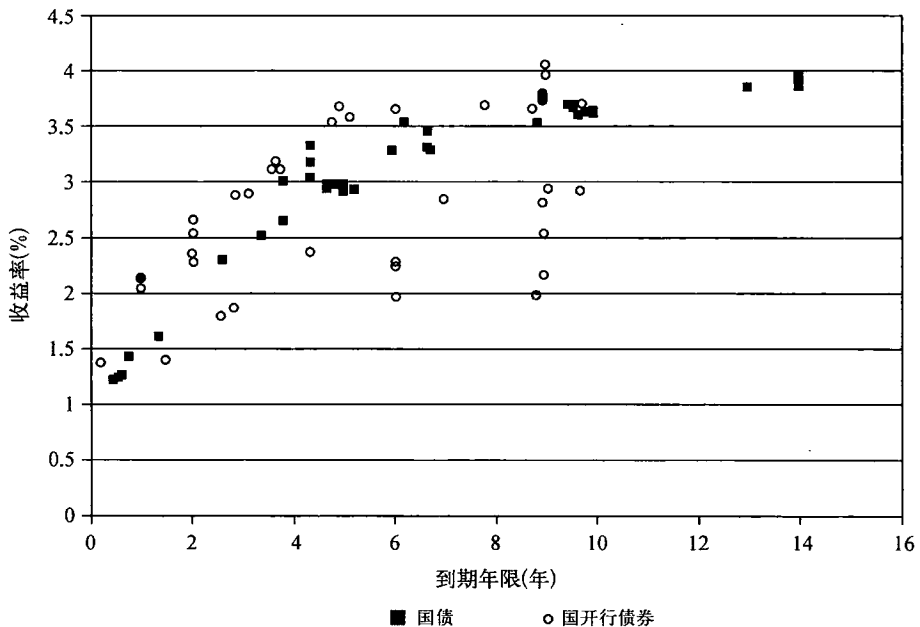


图4-6 国债和国开行债券交易

资料来源: Wind 资讯, 2009年12月8日

一半,因为这些造市者根据规定必须确保交易次数,于是他们采取的对策是在交易日的早晨将债券卖给另一交易方,然后到了下午再把债券买回来。由于交易的次数实在太少,所体现的收益曲线也只能是主观的而非市场力量促成的。在这样的情况下,别说是那些发行公司债的公司财务主管了,就算是我们自己又何必把财政部债券的收益曲线作为对公司债定价的基础呢?

### 固化收益曲线

图 4-3 中的数据对中国国债(财政部)收益曲线的基本属性提出了质疑。而中国则采用了金融业内所称的“每日价格固定”的手段来稳定其债券价格。这也意味着由官方进行对包括外汇、证券在内的交易性金融产品的价格设定。通常,价格的出台主要是由央行或者市场监管者与几个主要的市场参与者进行磋商的结果。这个机制显然十分有必要,因为涉及的金融产品由于市场交易的次数太少或者根本没有而导致无法建立合理的价格。

由官方来确立价格的机制并非罕见:不仅交易频繁的日元如此,就是在非完全自由兑换性货币的印度卢比和人民币的价格确定上都可以找到类似的例子。在中国,从 2007 年 10 月开始,官方确定债券价格的工作由中国证券登记结算有限责任公司负责完成,这个机构名义上是独立机构,实际上却隶属于央行,为所有在银行间市场上交易的债券进行登记。彭博每天都会发布中国国债和国开行债券每日债券固定价格的数据(见表 4-2)。表中同时也列出了发生交易的债券的实际交易价格。

表 4-2 中国债券固定价格数据,2010 年 1 月 4 日

发行人/票息/ 到期日	标识号	到期 年数	固定 价格	收益率 (%)	交易记录
国债/3.56/04/11	80004	1	102.47	1.58	无交易
国债/1.55/05/12	90009	2	98.5	2.20	无交易

续表

发行人/票息/ 到期日	标识号	到期 年数	固定 价格	收益率 (%)	交易记录
国债/2.51/02/13	60001	3	100.31	2.40	无交易
国债/1.77/12/13	80026	4	95.64	2.95	无交易
国债/2.90/12/14	90031	5	99.6	2.99	无交易
国债/2.71/11/15	80022	6	96.64	3.29	3笔;交易价格为96.327, 96.679 4,96.729 8
国债/3.22/12/16	90032	7	99.34	3.33	1笔;交易价格99.777 6
国债/3.68/11/19	90027	10	100.19	3.66	1笔;交易价格为100.3244
国开行/2.04/12/10	90223	1	99.93	2.12	2笔;交易价格为99.864 5, 99.895
国开行/2.21/12/11	80221	2	99.15	2.67	4笔;交易价格为99.1316; 2笔;交易价格为99.133 和99.006 6
国开行/3.39/02/13	30201	3	100.94	3.07	无交易
国开行/1.81/09/13	80215	4	104.91	3.36	1笔;交易价格为105.611 8
国开行/3.75/11/14	90220	5	100.41	3.65	1笔;交易价格为99.944
国开行/3.42/08/15	50214	6	98.31	3.76	无交易
国开行/3.50/04/16	90202	6	98.10	3.84	无交易
国开行/4.01/07/19	90207	10	100.20	4.01	无交易

资料来源：彭博资讯，中国债券和 Wind 资讯。所有固定利率债券

交易数据表明，在 2010 年 1 月 4 日这一天，国债被交易了 32 次，交易金额为 55.7 亿元人民币，国开行债券被交易了 55 次，金额为 295.3 亿人民币。这份每日固定价格的表格就是从这些众多的交易中截取出来的，它很好地解释了为什么中国国债的收益曲线不是实际存在而是假想出来的。从国债的交易情况来看，位于收益曲线一年期到五年期的债券并没有市场交易。五年期以下的收益曲线，虽然完全是建立在假想的基础之上，却仍然和到期

期限为六年、七年和十年的曲线部分形成连续光滑的曲线,不过,即使是存在真实市场交易的六、七和十年这三个到期期限的债券也只是总共被交易了五次!

图 4-7 将表 4-2 中的数据以曲线的形式呈现在我们眼前。这是一条看上去平滑的,略向上倾斜的收益曲线。在了解了前面这些情况之后,我们再来看市场参与者到底应该在多大程度上信赖这条国债债券收益曲线,或者说,就国开行债券为例,投资者到底是否应该认为它们和国债之间的名义利率差是可信的? 因此,我们可以毫不惊讶地说,这个市场的特点就是,理论上应该具有高度流通性的金融产品现实中却并不是那么一回事。

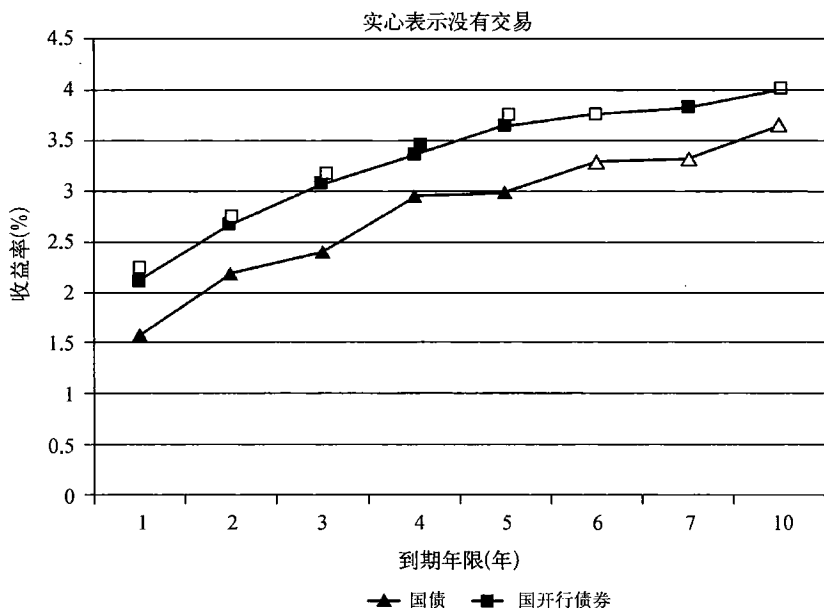


图 4-7: 国债和国开行固定收益曲线, 2010 年 1 月 4 日

资料来源: Wind 资讯, 2010 年 1 月 4 日

另外,在 1 月 4 日这天,整个银行间交易市场总共只进行了 615 笔交易(见表 4-3),其中让人感到惊讶的是,国债交易量竟然最少,只占了整个交

易金额的 3.3%。和中国这一天债券成交的 250 亿美元的总交易金额相比，美国债券市场平均日交易金额为 5 650 亿美元，美国的这一金额也大大超过了全球平均每天股票交易总金额的 4 200 亿美元<sup>①</sup>。这些美债交易也使得债券每天在美联储电子结算系统中在账户间转手的总价值达到了日均 1 万亿美元。

表 4-3 银行间债券交易概况,2010 年 1 月 4 日

	交易额(单位: 百万人民币)	交易次数	交易额占比(%)
中期票据	31 050	149	18.3
企业债	10 909	97	6.4
政府债券	5 570	32	3.3
人民银行票据	31 550	74	18.6
商业票据	15 220	144	9.0
金融债券	75 390	119	44.4
<b>总 计</b>	<b>169 689</b>	<b>615</b>	<b>100%</b>

资料来源：Wind 资讯

图 4-5 和图 4-6 里的价格点也并非一点意义都没有，至少它们反映出投资者在这样一个看似饱和的市场中出售他们所持有的债券所必须支付的流动性溢价。这些价格点在图上围绕着收益曲线散乱分布。图 4-8 很好地概括了这些事实，揭示了中国政府债、公司债和金融债的非流动性。2010 年全年，国债交易涉及金额为 7.9 万亿元人民币，相当于一年内所有国债都易手了一次。流动性最高的是那些到期期限较短的证券，比如中期票据，商业票据以及人民银行票据，其中中期票据的流动性最高，换手率达到了了一年九次。

要发展中国固定收益市场，就必须增加债券交易量。债券交易量相对

<sup>①</sup> 数字来自美国财政部债务管理办公室，2008 年 6 月。

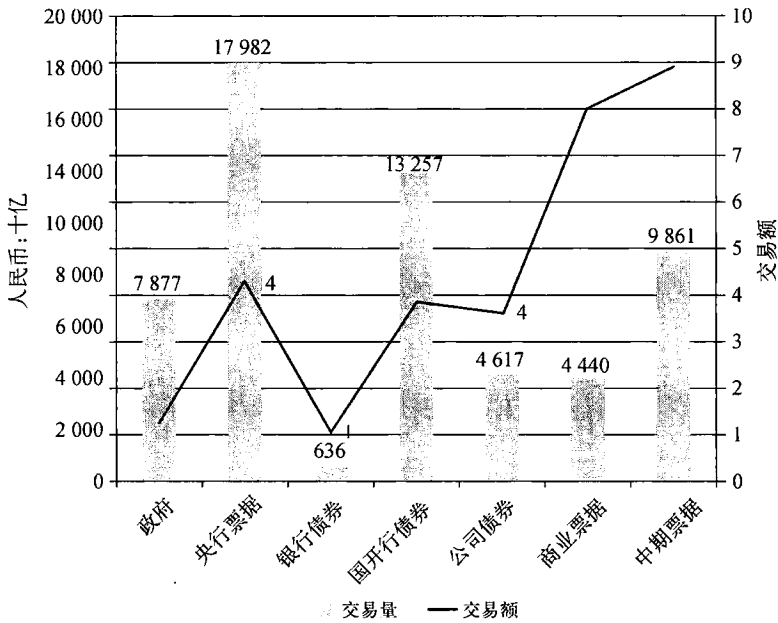


图 4-8

于债券存量，还是相当有限。更值得思考的是(见图 4-9)，涌入中国金融市场的资金的确促进了整体资本市场交易的增长，这并不让人感到惊讶，但是交易数据也说明了债券市场真实的情况。2011 年 7 月的数据显示，当月有超过 44% 的债券没有被交易过，每日平均交易次数依然维持在 1 500 次左右。这里所揭示的事实是，即便是在巨额流动性注入的情况下，债券市场交易却依然零星，交易金额也有限。

综上所述，由于缺乏大规模的市场交易，中国的债券市场并不具备“价格发现”的功能。接下来的问题是，不准确的价格意味着市场参与者无法准确地评估风险的状况。哪怕提的问题很简单，回答却着实不简单，例如：一个信用级别为 AA 的债券发行人需要向投资者支付多少的利率才能让投资者有兴趣购买其发行的十年期债券？而另一方面，中国的市场投资者其实对这个问题也并不关心，尤其是目前，大多数债券的无(信用)风险利率都高

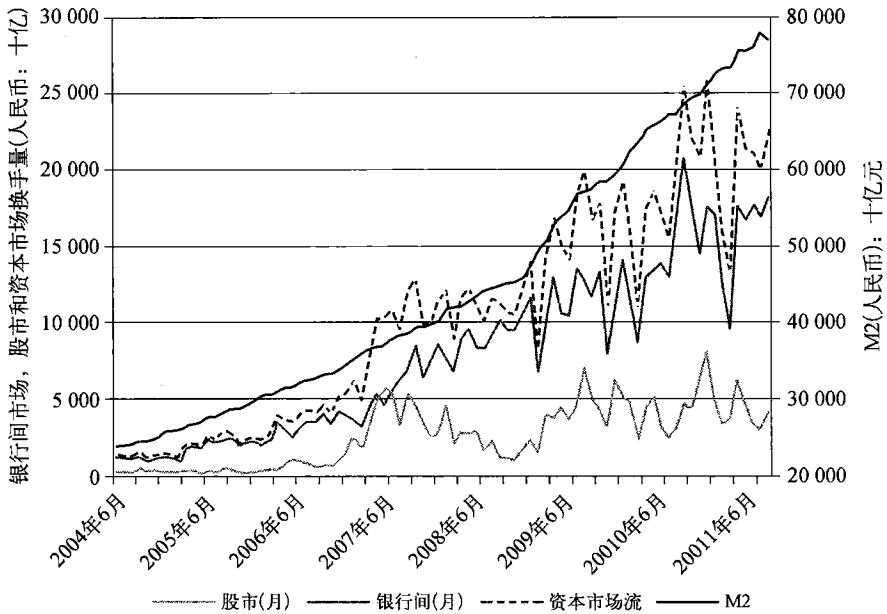


图 4-9 M2 和资本市场活动, 2004 年 6 月—2011 年 6 月

资料来源: Wind 资讯

于一年期银行存款利率,在二级市场上也无法轻易出售出去<sup>①</sup>。因此,只要通货膨胀在控制范围之内,银行自然很乐意将大部分债券持有到到期日,就好像他们发放出去的贷款那样。

## 现金和回购市场

中国的回购市场恰恰更好地解释了债券市场流动性的问题。图 4-10 所展现的是 2008 年的“7 日回购利率”情况。我们来将图里基于市场交易形成的利率水平和在图 4-6 里的国债和国开行债券基于固定价格所形成的收

<sup>①</sup> 这里市场投资者主要指的是银行,他们是债券初级市场承销包销的主要力量。——译者注



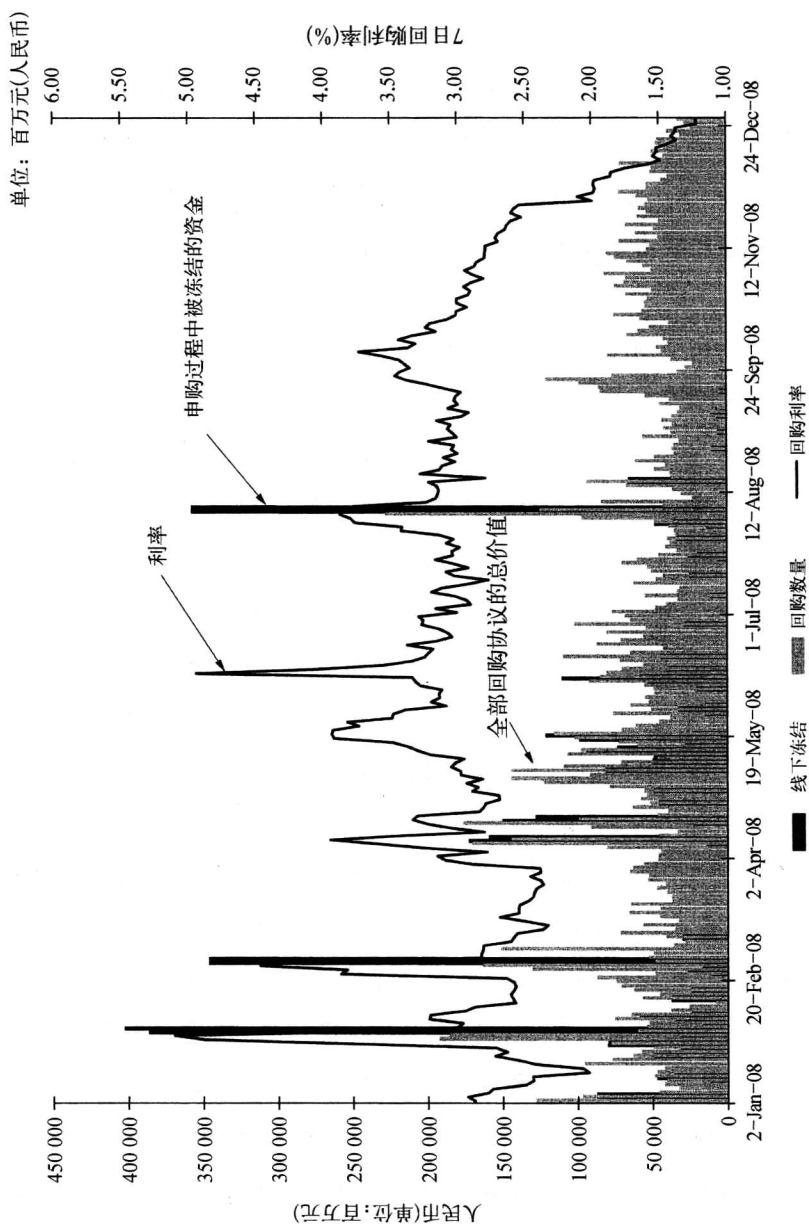


图 4-10 7 日回购量, 利率水平和公开申购冻结资金比较

注：“线下冻结”是指制度性“线下”认购新上市股票所占用的资金。

资料来源：Wind 资讯

益曲线做个比较。很明显，交易成本受供给和需求关系所决定。这样的交易说明了什么问题？上交所内对新上市股票带有投机性质的公开申购使得股票投资者不得不集中资金以确保在股票申购中可以有所斩获。在新上市股票的申购过程中，经常是数以亿计的资金因为要确保想要购买的股票能够被顺利获得而被冻结。这些资金中的很大一部分是来自回购交易。这个市场更近似于银行间的短期贷款市场而不是促进长期资本配置的债券市场。但是我们这里要说的是，需求在这个市场里成为决定价格的因素，可是在债券市场里却不是。

即便是那些对中国经济并不熟稔的人，他们也明白投机的存在是必然的。造成这个事实的一个主要原因是存在人为设定的银行存款利率，贷款利率和债券利率，而这些，对于投资者来说是除了房地产，股票和奢侈品以外唯一的投资选择了。对这些投资的利率管制，使得利率并不体现对资金的真实需求，也导致了固定收益市场的“流产”，而迫使投资者趋向投机。资本升水获利，由于没有税收要求，成为了中国投资者的基本追求目标，这就使得不管是个人投资者还是机构投资者，在债券资本市场上都不会太踊跃。

### “3.27”国债期货事件

为什么政府对市场进行如此严加管制？有这么一起较为有代表性的事件可以帮助我们深入了解，这就是发生在1995年的国债期货事件。这个事件距离现在已经有相当长的一段时间了，可是却解释了为什么在中国的资本市场上迄今为止都没有一个金融期货产品。简单来说，这起事件起因可以归结为，上海的一家主要券商和财政部之间的矛盾。上海的万国证券获得一条内部消息称，1995年财政部计划在前一年债券发行数量上增发50%。万国的交易员认为，庞大的发行规模将抵消由于低通货膨胀带来的债券获利，因此债券价格将继续保持低迷，而当时市场的普遍预期是价格将上升。在1995年年初，万国逐步在国债期货上筑成了规模较大的做空地位（这其实

属于违法),其中主要是3月27日到期的国债期货合约(这也是为什么这起风波以此命名的来由)。关于万国做空的消息不胫而走(任何消息在中国都不会被掩盖很久),其他市场参与力量开始构筑做多的地位,期望价格可以上升。这股趋势后来得到进一步增强,其原因是其他券商获悉财政部已经决定大规模削减债券的计划发行规模。不知道是什么原因,万国却依然故我,继续保持其做空的地位期待市场局面的扭转。

财政部独资的中国经济开发信托投资公司(中国发展信托,简称中经开)采取做多。由于中经开时任总经理朱扶林有过曾任职财政部国债部门主管的背景,这场角逐从一开始就并非公平的较量。当财政部最后宣布大规模削减计划发行的国债数量,同时国债价格趋高的形势下,万国并不采取补仓以应付交割,却是在交易日最后的八分钟抛售1100万份卖出合约,这个举措的目的可能是为了避免交付大量的保证金。市场交易量到了前所未有的水平。交易日结束前,万国最后八分钟的卖空虽然导致了市场价格的下降,却最终也导致了市场崩溃,很多经纪公司濒临破产的境地。当晚,上交所做出了“最后十分钟内交易无效”以及“随后三天市场停市以处理各交易方之间谈判平仓事宜”的决定。在这期间,对外公布的债券最终价格大大超过了预期的价格,这也意味着万国已经出局了。

随后,对该事件展开调查之后,万国的董事长,这位上交所的元老被逮捕,并最后被判处17年的徒刑。万国也和当时上海排名第二的券商申银合并,成为现在的申银万国。身为改革派的中国证监会主席刘鸿儒虽然在这个时候尚不具备直接干涉交易所的权力,但是还是负起了责任,叫停了国债期货市场,这个市场一直到现在仍然处于关闭的状态。不久以后,北京就将两大交易所纳入证监会管辖范围之内。

在这场零和游戏里,必定有赢家。中经开在1995年被上交所因其“庞大的国债期货交易占全年交易换手量的6.8%”评为顶尖的券商<sup>①</sup>。政治上

---

<sup>①</sup> 胡翠萍:《中国经济口碑最佳的经纪》,彭博社,1996年1月13日。

保持高度敏感的中经开并没有把庞大的利润留给自己，而是留给了其客户，当然财政部也是客户之一。

具有讽刺意味的是，就在“3.27”事件之前的一个月，当时负责管理金融行业的副总理朱镕基，就已经对国债期货市场充斥的投机现象提出过尖锐的批评，他指出：“这个市场的投机由一些大的利益集团推动，利用国家和当地政府以及企业的资金来牟取暴利。”朱镕基已经意识到了这个问题正在逐步扩大，他能够做的，就是彻底取缔期货产品。鉴于此次事件的政治影响，还是让人可以看出：债券市场的有序性和可控性，处于政府首先关注的地位。市场中投机力量的增长，其原因在于市场的不健全、不完善，如果不进行彻底的改革，这种投机力量可能随着中国经济的繁荣越来越强大。

### “金字塔”的基础：对居民储蓄的保护

真正为中国的债券和贷款市场奠定基础的是居民的储蓄。现在，银行所持有的各式各样的债券价值超过了总存量的70%，可是过去却不是这个情况。在20世纪80年代早期，个人投资者才是这个市场的主要力量，他们每年竞相征购的债券占了购买总数的62%。到2009年，这个主要力量却几乎从市场上消失了，个人投资者购买的债券仅仅相当于发行债券价值的1%（见图4-11）。外资银行占了7%，这也就意味着由国家控制的实体占了剩下的92%。更有甚者，这些国家实体很多也都是市场上唯一的债券发行者<sup>①</sup>。

这个现状对中国的金融体系有着深远的影响。如果说今天的市场仅仅是充当一个结算的角色，把钱从国家的一个口袋转移到另一个口袋，那么可以说，和80年代初期市场所具备的分散化功能相比，今天的市场偏离了当初

---

<sup>①</sup> 亚洲开发银行和世界银行集团下的国际金融公司是迄今为止唯一可以中国国内债券市场发行债券的外国发行人。

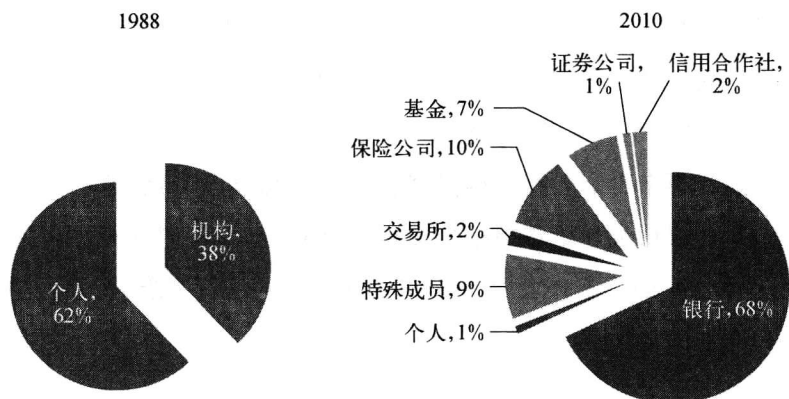


图 4-11 债券投资者构成变化,1988 年和 2010 年(占债券总数百分比) 单位: %

资料来源: 1988 年,高坚:《中国国债》,第 48 页;2010 年,《中国债券》

的分散化,而是转变成为了一个金字塔形态。这正是周小川所说的“被扭曲”了的市场,充斥了“看不见的风险”。为什么至关重要的非国有投资者变得这么微不足道了呢?

在 1991 年和 1992 年,财政部为了促进市场的进一步发展,开始试行不同的承销办法。财政部过去的教训已经很清楚地表明,债券大规模发行将受到制约。首先,定价上存在问题。其次,过于依赖个人投资者也产生了明显的困难。这是因为个人投资购买债券的量很小,简单物流过程限制了债券发行的总数,从发行到结束经常需要长达六个月的时间。况且为了得到这些投资者的投资,财政部还要以近于市场价格支付他们。零售市场也有着购买并持有到到期日的习惯,结果导致二级市场的“难产”。最后,因为考虑到通货膨胀和零售市场的需求偏好,债券期限相对较短。小规模的发行业量、高成本、较短的期限和缺乏二级市场都阻碍了基准利率和最终可靠的收益曲线的形成。这些都是最终寻求发展机构投资者的合理原因。

财政部在早些时候就试图从银行和非银行金融机构中寻求帮助来发展机构投资者。可是 80 年代初期,银行自身流动性不足,并没有宽裕的资金来投资。即使是国务院允许财政部发展市场化定价的机制,以零售投资者为

投资者基础本身就抑制了财政部的发行愿望。股市和债市到了这个时候面临同一个问题。政府在建立了股票交易所来约束场外交易带来的社会动荡之后,现在把债券也引入了交易所里面,尤其是引入了上交所。

交易所使得来自个人和机构投资者的需求都可以满足;这些都是新市场里的成员。银行也开始掌握很多资金,特别是当零售存款额在飞速增加的同时(见表4-4)。不久之后,政府开始倾向于向银行来求助,因为他们发现了一个有趣的事实。

表 4-4 1978—2005 年四大银行存款组成

人民币 (单位:十亿)	总 计	政 府	企 业	零 售	其 他
1978 年	113.5	40.3%	32.4%	27.2%	0.0%
1983 年	276.4	32.6	31.3	34.9	1.2
1988 年	744.9	9.2	39.4	44.7	6.7
1993 年	2 324.5	5.2	33.0	55.7	6.1
1998 年	6 978.2	4.9	36.2	57.1	1.8
2003 年	13 465	7.9	30.9	56.7	4.5
2004 年	15 355.7	8.3	31.6	56.6	3.5
2005 年	18 112.1	9.9	29.5	55.8	4.8

资料来源:《中国金融年鉴》1949—2005 年

从银行拿钱有助于降低财政部的利息成本。政府的“一声令下”可以让银行以仅仅略高于一年期存款的利率来购买债券,而零售投资者在使用相同的银行存款来购买债券的时候则会要求高得多的收益率。换句话说,银行为政府提供了按照政府规定的利率,不用经过居民储户的许可就可以直接获得居民存款这一资金来源了:银行做的仅仅是间接化了这种融资。和无法加以约束的个人投资者相比,银行因为其领导层同时也是党员干部,因此比较容易妥协。党的领导可以在其需要的时候轻而易举地调动任何数

目的资金,而不必通过花费大量的精力和人力来劝说购买或者支付市场利率。同时,党也相信,这么做之所以正确也还在于可以保护居民储户不用面对过度的信用风险。

起初,利益冲突并不存在,个人投资者为之疯狂的是股票不是债券,银行却不能购买股票。但是当中国在90年代中期开始走出通货膨胀的阴影的时候,债券和几近崩盘的股票比较起来忽然间表现得更为出色。问题是,个人投资者并没有能力购买债券。于是很快,中国的这些银行开始在上交所内垄断了债券方面的交易。有这么一则故事:一个怒气冲冲的上海家庭主妇抱怨国债交易的垄断性,被朱镕基得悉了。朱镕基开始决心采取行动,1997年6月,他将银行和绝大部分的政府债的发行和交易赶出了交易所,只允许在当时规模较小而且不活跃的银行间市场上开展发行和交易<sup>①</sup>。从那以后,个人投资者只能通过零售渠道购买储蓄债券,而机构投资者们则要在很大程度上局限于银行间市场<sup>②</sup>。

这个显著的结构化调整意味着,虽然债券市场在很大程度上仍然要依赖国有银行,但是其他国有实体单位只要成为这个市场的成员,也可以参与这个银行间市场(见表4-5)。

表4-5 2011年6月30日,银行间市场投资者的数量

成 员 类 型	数 量
特殊成员(人民银行和其他政府机构)	14
商业银行	462
信用合作社	894

① 中国的银行间市场是在1986年建立的,它被当作是为银行提供了一种融资手段,那些拥有过剩的资金的银行可以将资金出借给那些有资金需要的银行以平衡他们的资产负债。

② 仍然有一小部分债券仍然在上海证券交易所挂牌交易,其目的主要是为了帮助证券公司可以通过回购协议来进行融资的需要。银行直到最近才失去了参与这个市场的能力。这一小部分债券的存在是来自将两个相对独立的市場结合在一起的努力,这两个市场是:场内交易和银行间市场。

续 表

成 员 类 型	数 量
非银行金融机构	182
证券公司	125
保险公司	140
基金	2 499
非金融组织	6 392
银行间市场成员总计	10 933
个人(非银行间市场成员)	9 552 494

注：如果是机构，成员包括这些机构的分支机构。

资料来源：《中国债券》

简单来说，债券又回到了最初的状态，国家又成为其唯一的投资者。但是最根本的区别在于银行和其他非银行金融机构取代了国有企业，使得政府可以更直接地获得居民储蓄这一融资途径。这也解释了银行是如何持有中国固定收益证券市场上 70% 的证券，其中包括了国债和政策性银行债券中的 80% 以及商业票据和中期债券中的 66%（见图 4-12）。仅仅对隶属于发改委下的企业债和银行从属债来说，主要的投资人才是保险公司而不是银行。这其中的原委，部分原因也在于这些企业债享有银行提供的担保，因此实际上，这些债务仍旧停留可以追溯到银行（见第五章信用提升的细节）。

在国际市场上，银行虽然也是承销和交易的主体，但是投资人和他们的受益人则十分分散，很多都是由共同基金和养老金或者保险公司所代表。在中国，类似的分散化不存在，因为这些机构投资者，不管是银行还是非银行，都是国有的。在这样的情况下，信贷风险和市场风险无法得到分散。这就是为什么说中国的市场依然停留在原始的程度，也可以解释为什么周小川要说“潜在的风险”了。

2009 年年底，银监会突然意识到这个必然的事实，立刻终止了所有银行从属债务的发行。为什么一开始没意识到，要过这么久呢？如果国家拥有



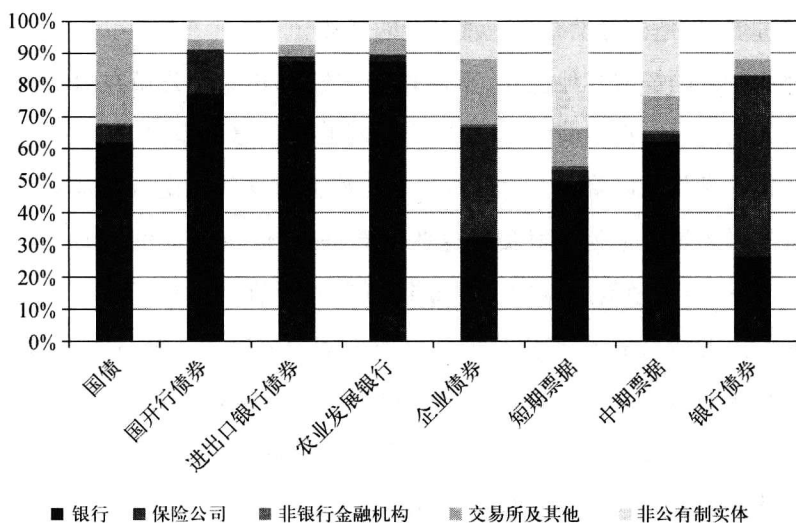


图 4-12 各券种投资者持有结构, 2011 年 6 月 30 日<sup>①</sup>

注: 非公有制实体包括了外资银行、基金和个人投资者。

资料来源: 中国债券

中国的这些大银行(正如现实里的那样), 中国银行向作为投资者的其他国有银行发行从属类债券有什么意义吗? 如果是那样, 国家仅仅是和自己“玩捉迷藏”, 将自己的一个资本从属于自己的另一个资本。系统内的风险并没有因为有新的金融产品的出现而发生丝毫改变。

所有这些都提出一个问题, 为什么外资银行和其他金融机构这么难以进入这个市场? 在过去的 15 年间, 中国的领导人目睹了 1994 年墨西哥债务危机, 1999 年阿根廷比索危机和时下正在发生的欧洲国家债务危机。他们也亲历过 2007 年本国股市指数的猛涨和随后 2008 年的狂跌。坊间的报纸和媒体报道充斥着对冲基金, 热钱和道德沦丧的银行家等话题。一个内在保守, 天生控制欲望强烈的政治阶层, 自然不会轻易听任那些不容易受其摆布的人积极介入国内债券市场。但是, 出于对表象的维护, 市场开放还是会

<sup>①</sup> 本图是由译者根据原作者所提供的信息来源获得数据进行绘制的, 和原图或有出入, 但是其揭示的基本信息和作者文中所叙述一致。——译者注

有一些进展,只是绝对没有真正意义上的开放。

那些持有国债或其他公司、金融债券的银行和保险公司在通货膨胀环境下将如何应对?正如前所说,中国央行对利率的管制就是为了防止变化,因为变化本身就是风险。无论这些国有机构持有这些固定收益债券作为长期投资的目的是否是为了避免对这些证券进行“以市值计价”,但是在通货膨胀环境下,由于融资成本的上升导致债券的价值下降是无法避免的。这个无法避免的结果是,即使以市值计算而不动用估价准备金,还是造成了对银行收入的拖累。这可以清楚地从银行的财务报表上得到反映。例如,工商银行的会计报表审计师们时常会将银行贷款的利息,投资债券的利率和重组债券组合的利率单独列出(见表4-6)。

表4-6 贷款,投资和重组债券收益比较,2008—2010年

	2008			2009			2010		
	贷款	债券	资产管理公司/ 财政部 债券	贷款	债券	资产管理公司/ 财政部 债券	贷款	债券	资产管理公司/ 财政部 债券
中国建设银行	7.16	3.64*	2.01	5.35	3.11*	2.13	5.07	2.83*	2.25
中国银行	6.12	3.63*	2.1	4.44	2.73*	2.25	5.07	2.78*	2.25
中国工商银行	7.07	3.88	2.23	5.21	3.38	2.19	4.99	3.07	2.16
中国农业银行	NA	NA	NA	5.25	2.98	3.18	5.22	3.01	3.15

注: \* 中国建设银行和中国银行债券利率的计算包含了重组证券;因此收益要低于实际。工商银行的利率是单独计算的。

资料来源:经审计的银行H股财务报表

重组债券的利率和一年期银行存款利率相近,这些利率都是固定利率。在低通货膨胀环境下,他们可以变得相同。到2011年,这种情况就改变了,一年期存款利率达到了3.8%并且继续上升。类似的,银行持有债券组合的平均收益在通货膨胀恶化的情况下呈现下降的趋势。这就产生了一个问

题：当贷款有能力在短期内可以带来高得多的回报率的情况下，为什么银行还要长期持有数量巨大的债券投资组合？银行持有这些债券的原因有部分是为了流动性考虑，但是更大程度上是因为政府对这些银行的要求使然。如果银行管理层的最终目标只是利润最大化，这样的低收益债券应该只占到银行总资产的 25%—30%（见图 4-13）。

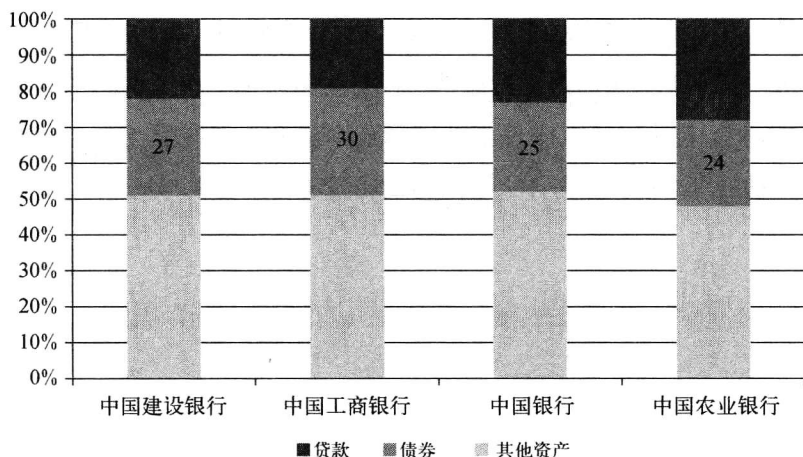


图 4-13 2010 财年四大商业银行资产构成

资料来源：银行 H 股 2010 年年报

对所有债券来说，利率风险都存在，但是对公司和地方政府债券来说，还存在信用风险问题。在他们无法支付利息的时候，银行收入会下降并且迟早要更新其对他们的内部信用评级，并且当债券成为问题贷款的时候给予坏账拨备。即使银行可以在这种情况下将债券在市场中出售，仍将被迫承担所有损失。中国的主要金融机构，银行和保险公司都在海外上市，要接受国际审计师事务所的审计。在前面所述的场合，提供拨备是不可逃避的。中国到现在为止没有，也不会受到特别的对待。

简短概括，中国的银行在三个方面都面临严重的挑战。除了必须面临从 90 年代形成的结构性不良贷款之外，他们还将面临从 2009 年以来由于经

济刺激所发放的贷款中造成的新不良贷款。第三方面就是银行持有的固定收益证券完全可能遭受来自利率和信用风险所造成的价值损失。虽然中国最近发展起步的人民币利率掉期市场可以为这些债券的利率风险提供一定的风险回避,但是就国家的层面来说,并没有任何影响:中国银行可能十分有效地回避了风险,可是参与掉期的交易对方几乎不可避免的是另外一家国有银行。市场价值的损失,信贷的损失甚至是银行资本的负收益都可能很显著。从发行人的角度来看,似乎并没有什么差别。在国际市场上,企业往往可以从其他类别的投资者那里获得更为廉价的资金,但是在中国,银行就是投资者,对于发行人来说全部发行成本就和一般贷款无异。因此回到我们最初的那个问题:为什么中国要发展固定收益资本市场?

## 第五章 中国债券市场上的纠葛

“中国应避免支付高水平的股息,令到银行经常地向市场集资……中国应该积极拓展人民币债券的发行并且鼓励那些需要充实资本的商业银行拓展海外市场融资渠道。”

——项俊波,中国农业银行董事长

2011年7月18日<sup>①</sup>

银行重组和从2001年年中以来股市的逐步下滑,对中国债券市场的发展反而起到了促进作用。这个阶段从2002年年初,周小川被任命为中国人民银行行长开始。那一年,总共发行了9330亿元人民币(约合1130亿美元)的债券,其中大部分是国债和政策性银行债券。到2009年,发行数量翻了三番,达到了2.8万亿元人民币(约合3500亿美元),并且从种类上也包括了大量的公司债和银行债。到该年年底,中国债券市场上流通中的债券总量达到了17.5万亿元人民币(约合2.6万亿美元),其中,政府债券约合美元1万亿,央行票据约合美元6290亿,政策性银行债券约合美元7940亿,以及其他各种公司债约合美元5320亿,而投资和交易这些债券的机构投资

---

<sup>①</sup> 《华尔街日报》,2011年7月18日。

者数量将近 9 000 个<sup>①</sup>。

很多债券发行人都想从这个市场分一杯羹，而其中最迫切的要数中国国家开发银行。正如图 4-2 中所示那样，国开行逐渐开始挑战这个市场中一向占有主导地位的财政部，并且事实上也的确成为了中国的“第二财政部”。国开行在 2007 年发行了 6 900 亿元人民币的债券，而在随后的一年即 2008 年，金融危机爆发，中国随之相应出台了庞大的政府刺激计划，国开行的发行数量超过了财政部的发行数量（6 380 亿元人民币），占整个债券市场份额近三成。同样重要的还有，出于对财政刺激计划的融资配合需要，中央政府最终意识到地方政府融资的合理要求，批准了一些经济相对落后的省份发行债券的请求。另外，各级地方政府通过它们所隶属的企业，在向银行大规模贷款的同时也积极利用债券市场筹资人民币共 6 500 亿元（约合 950 亿美元）。

中国人民银行的固定收益证券发行量远远超过了国开债券和地方政府债券。由于海外外币资金大量涌入中国，人民银行为了维持人民币币值而增发人民币。从 2003 年开始，随着中国的贸易顺差的扩大，外国投资者蜂拥而来，人民银行开始不断发行短期票据（有时候也会发行长期票据）来控制国内货币供应。依靠市场化工具来调控宏观经济在中国是首创，但是人民银行在发行票据时所面对的压力也不断增加，最后不得不求助于财政部。中国第二个主权财富基金诞生过程中的一系列的复杂交易的背后体现了一个事实，即最终还是由财政部得偿所愿地掌控了中国国内金融体系的要害，这也再一次触及我们之前讲述的关于银行红利政策的内容。

## 国开行、财政部和四大国有商业银行

2003 年，国开行在融资和贷款方面迅猛发展的同时，中国的党和政府领

---

<sup>①</sup> 此处数字总数和部分之间的差异或许来自各部门统计数据中所采取外汇汇率的差异，原书作者并未解释。——译者注

导集体换届,随后国内又掀起了关于中国经济发展模式的持续争论。在这段时间里,国开行成为了那些提倡“对内以回归计划经济为主,而对外政策趋向于以自然资源为基础”的人口中的标杆。但是要理解国开行的地位是件复杂的事情,原因在于一方面国开行是对银行业改革模式的一种挑战,另一方面,国开行本身在融资能力上也受制于央行。央行不仅为其提供大量的贷款(见图2-2),同时还拥有批准所有政策性银行每年债券发行的数量的权力,这其中自然也包括了国开行。事实上,政策性银行一向被认为和央行是站在同一条战线上的,陈元在1994年国开行成立之前一直担任人民银行副行长。在这一时期政策性银行债券,尤其是国开行债券发行量的猛增,正支持了这样的观点。

陈元,这位雄心勃勃的国开行的创始人,一心想让国开行模式取代四大行的模式。在周小川的改革方案中,四大行进行的改革是依据国际银行的模式开展的,包括了有意从国际大行中引入战略投资者。而陈元则提出“还是要围绕我们自己的需要,来构造自己的金融体系”,其中特别强调了“我们的金融体系首先要为快速增长的经济提供资金,解决企业的各种融资瓶颈,为各种类型的企业提供充分的融资渠道<sup>①</sup>。”

国开行所投资的项目,一度是被纳入国家财政预算的,现在变成了独立于财政体系之外的了,因此国开行可以依据自身的商业原则在一定范围范围内决定投资哪些项目,不投资哪些项目。尽管如此,这些项目仍然是国家项目,因此国开行的负债也仍然是国家的负债。国开行和四大行不同之处在于建立之初就是一个部级单位,拥有半独立的性质,直接向国务院汇报,这不是建立在一般治理机制之上的。陈元的父亲,陈云提出的“鸟笼”理论为1980年代经济特区的建立奠定了理论的基础。党内相对保守的人可以接受允许外商投资的一个前提条件,就是这些投资只能在限定的区域以内。这个曾经很有说服力的政治观念现在已经与时俱进了,更多讨论的

---

<sup>①</sup> 《经济观察报》,2009年7月20日。

是体制内和体制外之间的区别。对陈元来说，他的目标是把国开行建设成囊括投资银行、证券公司于一身的全能型银行（尽管这种“美国模式”是他反对的）。如果国开行能够成为一个全能型银行，就不难理解为什么四大行出于防御性的目的，试图从各自的资产管理公司手里把经营许可给拿过来。

如果这个想法真的实现了的话，那么按照陈元对国开行设计的这条道路，中国的银行体系将会回到改革前“中国人民建设银行”的时代。中国人民建设银行不同于现在的中国建设银行，当时是隶属于财政部的一个部门，它和国开行类似，为经济提供长期资本服务。不同的是，国开行具有现代企业的形式和公共关系的专业能力，后者在其网站上将陈元很久之前说过的标语性口号添置为网站背景。然而这些并非最重要的差异。中国人民建设银行的资金来源是财政预算，并且代表财政部将免除利息的投资资金注入国有企业和那些被列入国家计划中的基础建设项目中，而国开行的资金却不依赖财政预算。

作为一个政策性银行，国开行的资金需要从债券市场上依靠发行债券获得，可是中国的债券市场对商业银行和中国人民银行的依赖性很高。国开行大约 72% 的融资来自商业银行。如图 5-1 所示，从 2005 年开始，国开行的债券发行数量就迅速增加。

由于银行是所有资金的来源，如果这种状况继续下去的话，债券市场很快就会饱和，事实上，市场在 2011 年中的确达到过饱和，从那个时候开始，国开行债券的每次发行就会相对压缩财政部债券的发行数量，如图 5-1 所示。有哪一家机构可以同时和财政部和四大行相抗衡吗？答案是否定的。

在追求更大规模的同时，陈元其实也对商业银行表面上的现代化感到憧憬。这种憧憬促使他打造中国第一家全能银行并且公开上市。他在追求这个目标的时候很明显受到了某种鼓励，在 2008 年 12 月 11 日，国开行成为股份制银行，为准备上市迈出了第一步。但是问题在于：为什么国务院要将



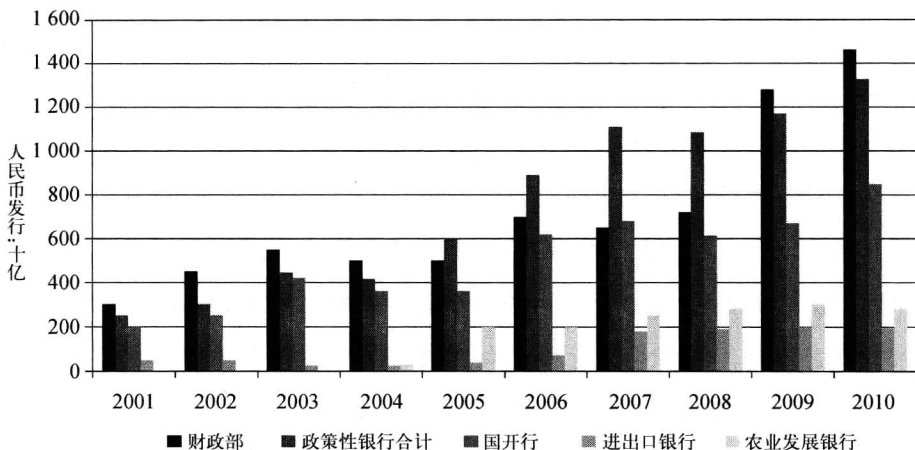


图 5-1 财政部和政策性银行债券发行比较, 2001—2010 年

注：2007 年财政部发行的债券中不包括 1.55 万亿人民币的中投特殊债券；2009 年财政部发行数量也不包括 2 000 亿人民币的地方政府债券。

资料来源：《中国债券》

一家政策性银行，一家从最初设计上就是专门为国家计划内的基础建设项目提供非商业性投资的机构变成一家商业性机构，然后还要上市呢？陈元的观点是商业化并不会改变政策性银行的银行经营战略：我们由此可以得到的教训是，国际一流银行不应该只以西方最好的银行为标准，而是要有一个国际的客观标准……国际一流银行首先要健康，这表现为要有优质的资产，获得市场上投资者的信任，而且要对社会问题有客观、公正和深入的理解，为解决社会问题付出一定的努力，并获得公众的赏识。<sup>①</sup>

国开行的模式，强调了社会公平的问题，这对过去 15 年间以利润为主要目标所开展的银行改革是个冲击，而且也基本抹去了 1994 年进行的政策性银行改革的成果。尽管陈元的理论和眼光在全球金融危机的局面下可能获得了这个国家的人民和最高领导人们的共鸣，债券市场却并未感受到这样的共鸣<sup>②</sup>。原因很简单：银行业监管部门对国开行的新地位并没有明确的定

① 《经济观察报》，2008 年 7 月 20 日。

② 《经济观察报》，2010 年 1 月 11 日。

义。在改制之后，国开行是否仍然保持着半官方的政策性银行地位还是已经成为一家商业银行了？只有这个定义明确了，市场才可以对国开行在流通中的债券进行价格判断，对未来发行的债券进行定价分析。基于不同的答案，市场对价格的判断也将会呈现不同。这样的不确定性，既导致了国开行和政府债券之间较大的利息差，也解释了为什么国开行的债券具有相对活跃的二级市场。问题并不完全在于价格：如果国开行被确定为商业银行，那它就必须像其他商业银行和保险公司那样在投资程度上受到监管的限制，那么国开行就难以继续获得廉价融资。

国开行性质的不确定也解释了为什么其债券要比财政部债券交易更为活跃。不确定性是风险，雄心勃勃的经营战略带来的风险对作为其投资者的商业银行来说绝对不小。在2011年年中，商业银行持有2.9万亿元人民币（约合4600亿美元）国开行的已发行债券，哪怕是0.5%如此小范围的下降就会造成因为市场价格变动带来的140亿元人民币的损失（约合23亿美元）。即便这些银行持有这些债券到到期日，就可能的损失规模而言，这些商业银行的国际审计师们也会建议这些银行进行坏账拨备以吸收潜在损失。

2010年年初，当中央政府在总结2009年大规模政府刺激计划的时候，对外统一的口径是：“我们知道这些项目现在并不产生现金流，但是他们对中国经济发展有着至关重要的作用。”这也很好地诠释了政策性银行的信贷功能。另一方面，这些政策性贷款在商业银行却被定义为不良贷款。这样的定义早在1994年国开行成立和四大行在进行商业化银行改造的时候就形成了。现在的情况是，当中国好不容易发展出来的商业银行正在把他们自己变成政策性银行的时候，国开行却在努力成为商业银行。我们在下面还会提到，中国投资总公司（简称中投）在2007年收购汇金的时候，也同时收购了国开行所有的股份。颇具意味的是，国开行又回到当初成立时候的模式——仅仅是财政部下属的一个部门。

## 中国人民银行和国家发改委

市场主导模式并没有真正为人们所认识<sup>①</sup>。这个模式包含的内容是,以企业管理层决策为基础,能够直接参与以市场为基础的企业融资能力。换句话说,企业可以选择银行贷款或者债券作为资金来源。不仅如此,他们还将为他们的选择对股票和债券投资者负责,简单来说,就是一切参照国际资本市场模式。为了使这个计划付诸实施,2005年,人民银行在国内股票市场下跌的时机,抓住了一个监管上的概念漏洞“公司债”<sup>②</sup>,这个概念把债券期限超过一年的都纳入公司债的范畴。人民银行依据这个概念发明了一种短期债务工具,商业票据(短期融资券),这迅速成为国企的借债选择之一。

1993年,人民银行将公司类债务产品的归属转让给了国家计划委员会(国家计委),根本原因是这些债务发行人在债务到期日不履行偿还的职责。这在当时饱受争议,并且很大程度上导致了这类产品的终止。但是在2005年,公司债再度炙手可热,原因有二,银行改革和低迷的股市。不幸的是,企业债市场归以国家计委为前身的国家发改委管辖,企业债的承销必须由证监会负责监管的证券公司担任。从到2005年为止的发行量(见图5-2)来看,这两个委员会都没有对企业债这个产品太在意。从国家发改委的角度看,债券只是项目立项之后才需要考虑的东西。项目一旦被纳入计划,资金来源自然不是国家财政就是当地财政或者银行,债券市场发展不发展并没有太大影响。从证监会的角度看,债券和股票之间是零和游戏,监管者从固定收益产品或者固定收益市场上才更加可能有所收获。

---

① 李利明:《两年,中国金融生态改变了》,《经济观察报》,2005年8月29日。“2005年失败的努力”也可以参考由工商银行行长杨凯生在2010年年初发表的一篇文章,《稳定我国商业银行资本充足水平的几点思考》,《21世纪经济报道》,2010年4月13日。

② 在翻译“公司债”的时候很容易让人疑惑,因为有两类债:一类是由发改委所控制的,在银行间市场交易的“企业债”;另一类是证券监督委员会控制的,在证券交易所交易的公司债。周小川所发现的这个漏洞和发改委的监管有关。

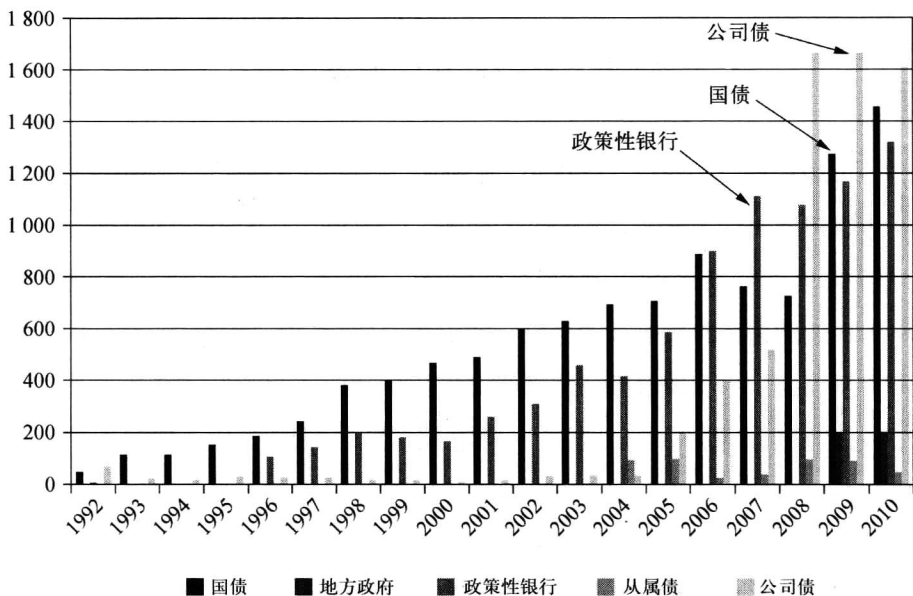


图 5-2 债券发行种类及数量, 1992—2010 年 单位: 十亿元(人民币)

注: 2007 年国债发行不包括 1.55 万亿人民币的特殊债券。

资料来源: 中国人民银行,《金融稳定报告》2011 年。

我们在第四章开头作为引言的那段话,就是周小川在 2005 年 10 月所做的著名的演讲中的一部分<sup>①</sup>,在那段演讲中,他详细地分析了公司市场不成熟的现状。他正确地指出,市场失效的根本原因在于指令性经济的思维作祟,“在经济转变的早期,经济仍然是计划引导多于市场”。无论是发改委,还是以前的人民银行,在发展债券市场问题上也的确没有尽力,而是把这个任务丢给了财政部。

当中央的“国九条”<sup>②</sup>明确提出要发展债券市场,人民银行立即响应这个号召,利用“一年以上”这个概念漏洞,缔造了短期融资券市场。在 2005 年,

① 周小川:《吸取教训以利再战》,《中国债券市场发展高峰会上的演讲》,2005 年 10 月 20 日,北京。又见中国人民银行网站: [http://www.pbc.gov.cn/publish/hanglingdao/2950/1151/11519/11519\\_.html](http://www.pbc.gov.cn/publish/hanglingdao/2950/1151/11519/11519_.html)。

② 这里提出的“国九条”是指 2004 年 1 月 31 日,针对股市连续多年低迷及市场长期积累的股权分置的矛盾,国务院发布了《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》,将发展资本市场提升到国家战略任务的高度,提出了九个方面的纲领性意见(简称“国九条”),为资本市场的改革与发展奠定了坚实的基础。——译者注

短期融资券诞生的第一年,对资本已经是如饥似渴的国有企业共发行了超过1 420亿元人民币(约合170亿美元)的短期融资券(或称商业票据)。2008年,由于发行时不再需要经过行政审批而只需要注册,发行量更是翻了三番。人民银行的改革者们做出这样的改变也是借鉴美国的发行模式,即发行人需要获得信用评级(这在中国需要大约三周的时间),一个承销人(银行,不受证监会监管),发行说明书和在人民银行注册备案。为了进一步弱化政府在这个市场中的作用,人民银行在2007年9月支持成立了一个行业协会——中国银行间市场交易商协会,以此进行行业管理。和股票市场的不透明比起来,债券发行人以及他们的财务状况,批准文件和发行说明书都可以在中国债券和该协会的网站上线浏览。

中国银行间市场交易商协会是个非赢利性的非政府组织,由人民银行授权对债券资本市场的发展提出建议,对新的政策和监管法规做出支持,并且对债券发行进行复核。在成立这个协会的时候,人民银行非常明智地设立了一个包含了中国银行界知名人士的理事会。在这个理事会存在的短暂时期内,这个机构成为了银行间债券市场增长最为迅速的局部市场的监管者,这个局部市场也包括了人民币风险管理产品。当然,其权力覆盖的领域不包括国家发改委下的企业债、金融债券以及银行的从属债,这些债务因为对银行的影响直接并且敏感,仍然还是由人民银行直接进行监管。

人民银行在推动商业票据之后还采取了另一个行动。2008年4月,人民银行通过中国银行间市场交易商协会创造了一种期限在3到5年的中期票据。和债券的一次性发行并且在市场中被持有至赎回日或者到期日的特点不同,这种中期票据更像是商业票据,发行人可以在规定的总发行额度内根据融资需要发行相应数量的票据。银行间市场交易商协会把这种证券称为“非金融企业融资工具”,和发改委下属企业的企业债和证监会监管的公司债清楚地区别开来。中期票据和商业票据一样只需要在协会备案就可以了。

发改委却对这种文字游戏没有兴趣,声称对任何期限在一年以上的票据都有控制权,试图终止人民银行以及中期票据的发行。国务院也接受了

发改委的申诉,延迟了这种新票据的推出达四个月之久。可是到了当年年末,人们似乎达成了共识,即给予正确的发行人以更多的机会发行债券可以挽救困难重重的股市,于是中期票据最终得以出台了。在随后的仅仅三个月内,企业通过中期票据新融资达 1 740 亿元人民币(约合 260 亿美元),市场呈现爆炸性增长。到年底,共发行了 6 080 亿元人民币的中期票据。中期票据和商业票据加在一起,占到了 2009 年固定收益市场融资量的 22%,即使在 2010 年,这个比例也还维持在 12%。

人民银行在 2005 年尝试用自己的方法进行金融改革失败之后,只能以“完善未来金融基础设施建设”的目标下,在自己的领域内发展新的金融产品。如图 4-12 所示,期限较短的商业票据和中期票据吸引了非公有制经济成分的投资者、共同基金和外资银行。在中国的债券市场上第一次出现了由这些投资者发挥显著作用的局面,从持有数量上分别占到了商业票据的 35%和中期票据的 25%。这样局部的小胜利,随着时间的推移,在环境改变的时候可能引发重要的事件。

## 地方政府的“松绑”

人民银行的产品创新为中国各类型的公司融资带来了新的渠道,这里的公司不仅只包含了大家所普遍认为的国有企业。15 年前认真进行的税制改革将中央的税收和地方的税收做出了清晰的划分。从那个时候起,国企改革和无数地方的金融机构关闭以及银行的总部化管理都使得地方政府的融资能力大大下降。收入和支出之间的差距明显加大了。

在 2009 年提交给人民代表大会的预算报告中,财政部承认,总体来说,地方政府普遍存在财政赤字状况。报告指出,地方政府的财政总收入为 5.9 万亿元人民币(约合 8 650 亿美元),其中 2.89 万亿元人民币(约合 4 230 亿美元)是来自中央政府的税收转移支付。同时,地方政府的支出为 6.13 万亿元人民币(约合 9 000 亿美元)。一位省长或者市长的日常工作中有很大的

一部分时间是在努力争取资金以支持地方经济的发展和就业机会。之前的国企改革把运营不良的国有企业出售,将运营良好的企业挂牌上市,同时加上吸引大规模的招商引资,给经济最发达的省份带来了希望。可是处于沿海地区具有商业吸引力的省份毕竟只有几个。可以公开上市的国有企业数目也是有限的,即使在持支持态度最为坚决的本国交易所里也是如此。在亚洲金融危机之后,运行不良的国有企业被出售或者被关闭以确保地方的资源。在这样的状况下,地方政府想要通过增加预算来应付他们的债务,只能依靠投资项目和土地拍卖上获得的现金流,据报道,这些收入占到了地方政府超过 $\frac{1}{3}$ 的预算外收入。

2009年的全球金融危机让地方政府面临迄今为止最大的挑战:北京所提出的4万亿元人民币(约合4860亿美元)的刺激方案,要求地方政府除了项目立项之外,还要负责项目所需资金的 $\frac{1}{3}$ 。在危机之前,对金融理解深刻的地方政府充分利用其手上的公用事业部门,公路、建筑公司和资产管理部门,将其重组成有限责任公司。在这个外壳的包装下,地方政府可以借助这些公司向银行借款,也可以趁债券市场改革发行债券。根据银监会的统计,到2009年6月,省级、地区级、县级和市级的融资平台多达8221个,其中大多数是县级,有4907个。大多数平台的建立是为了利用政府提供的免费的贷款盛宴。毕竟,如果他们可以筹措到资金来满足北京对他们的要求,他们当然也可以筹措更多的资金为他们自己的经济发展计划服务。在中国,有这么一个常识,即:机会的窗口一旦被打开,也只能是稍纵即逝,聪明的人会不惜一切代价抓紧这个机会。另一个常识是,如果政策来自中央,监管部门就会睁一只眼闭一只眼。就这样,2009年和2010年里,地方政府获得了最佳的融资环境,也没有人会因为他们过度融资而对他们提出质疑。

## 融 资 平 台

在那段时间里,地方政府和他们的融资平台获得了前所未有的借贷机

会。在经历过 2008 年漫长的研究讨论之后，中央政府认可了地方政府可以存在财政赤字的情况。这个新观念的一个标志就是在 2009 年年初由财政部作为地方政府的代理人发行了 2 000 亿元人民币(约合 300 亿美元)的债券。更重要的是，地方政府组建的投资公司和公共事业单位也被允许发行经发改委审批的企业债和新型短期人民银行票据、商业票据、中期票据。利用这一窗口打开之际，这些地方的领导迅速将他们的融资平台扩张，从最为简单的“市(县)投资公司”扩张到其他的实体，比如水利、高速公路和能源部门。中国的市政债券市场就此诞生了。

在银行间市场出现的新发行人中间大约有 140 家由地方政府组建的实体(见表 5-1)。这些实体包括了：上海市城市建设投资开发总公司，武汉水务集团和南京公用控股集团，这些实体和美国的市政债券发行人类似，但是有一个不同，这些发行人除了发行长期债券以配合长期投资项目的时点，也十分积极地发行短期商业票据和中期票据。事实上，只要是那些获得批准可以发行的债券种类，他们似乎都会染指。

表 5-1 地方融资平台债务发行, 2009 年 6 月 30 日

地 区	发行人数量	人民币总值 (十亿)	占全部地方 政府比例(%)
<b>1. 大上海</b>			
上海	10	76.13	19.4
浙江	19	54.1	13.8
江苏	13	46.2	11.8
安徽	10	14.2	3.6
江西	5	10.5	2.7
小计	57	201.1	51.3
<b>2. 大北京</b>			
北京	10	35.4	9.0



续 表

地 区	发行人数量	人民币总值 (十亿)	占全部地方 政府比例(%)
天津	6	20.1	5.1
河北	2	4.2	1.1
小计	18	59.7	15.2
<b>3. 大广东</b>			
广东	9	25.8	6.6
福建	4	7.7	2.0
湖南	3	2.8	0.7
广西	2	2.1	0.5
小计	18	38.4	9.8
<b>4. 西南地区</b>			
重庆	8	19.6	5.0
云南	2	6	1.5
四川	3	4	1.0
小计	13	29.6	7.5
<b>5. 中部地区</b>			
河南	4	12.1	3.1
湖北	4	7	1.8
山西	3	5	1.3
小计	11	24.1	6.2
<b>6. 西部地区</b>			
内蒙古	5	8.4	2.1
甘肃	2	2.3	0.6
新疆	2	2.2	0.6
青海	1	2	0.5
宁夏	1	0.8	0.2
小计	11	15.7	4.0

续表

地 区	发行人数量	人民币总值 (十亿)	占全部地方 政府比例(%)
<b>7. 东北地区</b>			
吉林	2	5.2	1.3
辽宁	2	4.2	1.1
黑龙江	1	4	1.0
小计	5	13.4	3.4
<b>8. 其他</b>	7	10	2.6
<b>总计</b>	<b>140</b>	<b>392</b>	<b>100.0</b>

资料来源：Wind 资讯；债券包括商业票据、中期票据和企业债；发行人不包括地方制造业国企

2009年由这些省、市和县级实体从债券市场所获得的融资达到了6500亿元人民币(约合950亿美元),占到了企业债发行量的五成以上,占了商业票据和中期票据发行量的48%。2009年商业票据和中期票据爆炸式的增长则归结为审批手续的简化,不需要银行的担保,同时发行只需要在银行间市场交易商协会注册备案。对发行人更为吸引的是,中期票据的承销费用和利息费用比发改委负责审批的债券以及银行贷款要低。2009年是地方政府“暴富”的一年。如果我们仔细看一下这些地方政府发行人的地域分布的话,我们可以发现,其实这里面存在地域局限性;66%的地方政府发行人和76%的融得资本来自中国最富裕的地区:大上海、大北京和大广东地区。怎么来解释作为中国经济最富裕省份的浙江省拥有19个地方政府发行人,甚至是到了县的级别,而河南省作为中国人口最多的省份却只拥有4个地方政府发行人?答案似乎很简单:钱生钱。

因此,其他8000多个“没那么好运”的地方政府,则和以往一样,需要借助他们和银行在地方分支机构的关系来举债。如果这些政府资源已经很有限了,他们又如何借得资本呢?图5-3展示了地方政府利用融资平台的一种方式是把土地和税收补助资本化,土地可以作为发行债券或者银行贷款的抵押物。

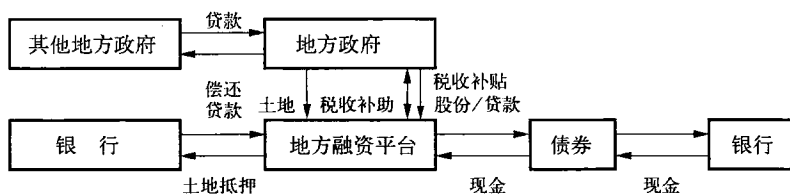


图 5-3 地方政府融资选择

资料来源：基于《亚洲金融》2009年6月，32期

土地的价值越高，融资平台获得资金的能力也越强。抵押的土地可以用来进行大型的发展项目，比如住房、办公大楼或者购物中心。当地经济越发达，这些发展项目的预期效益也越大，投资人也更有兴趣参与投资融资平台，其参与方式多为高净值客户从信托公司那里购买其设计的理财产品（见图 5-4）。

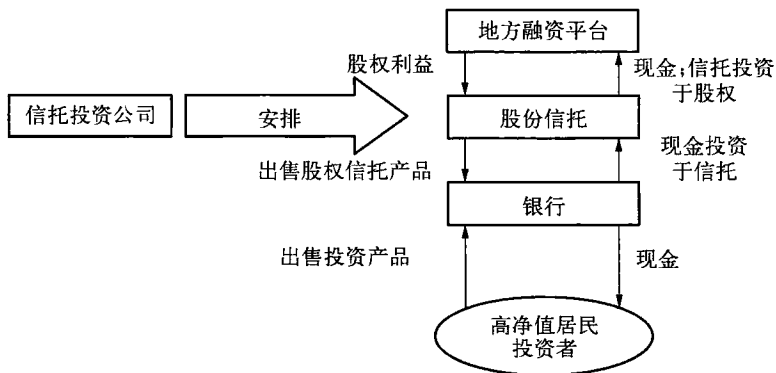


图 5-4 地方融资平台基于信托的融资方式

可是在中国很多的地方，这样的机会并不存在。债券市场里所要求的最基本的条件他们也无法满足，因此这些地方政府只能和往常一样从银行贷款。于是他们走捷径。例如，图 5-5 描述了一个地方政府是如何向另一个地方政府借款，并将资金注入其融资平台的。等到资本被注册，公司也成立了，这个地方政府就将钱取回，偿还给借出款的政府。融资平台照样存

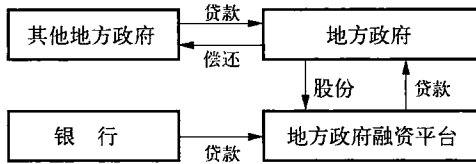


图 5-5 地方政府融资平台利用临时借贷进行股份资本化

在,有符合规范的注册资本和营业执照,完全符合资格向银行贷款,只是并没有真正的资本。

人民银行和银监会的调查显示,类似的地方政府融资平台到 2009 年 9 月底总债务达 6 万亿元人民币(约合 8 800 亿美元),其中近 90% 的经济刺激项目依赖银行贷款<sup>①</sup>。在相同的调查报告里也注意到,这些贷款总共是地方政府收入的 2.4 倍,在 29 个省和自治区中有 13 个地方政府的负债已经超过了他们的总财政收入。银监会还发现,2009 年,这些地方政府的贷款占了总贷款量的 14%,对于某些银行来说,它们占到了当年新增信贷的 40%。

到 2009 年年底,中央政府已经公开承认地方政府总计 7.8 万亿元人民币(约合 1.14 万亿美元)的债务。在经过了一年无节制的信贷扩张之后,国家审计署在第一份关于此问题的详细报告中显示,到 2010 年年底为止,地方政府的债务达到了 10.7 万亿元人民币,其中近八成是银行贷款(见表 5-2)。

表 5-2 地方政府融资来源和类型,2010 财政年度

资金来源	政府直接负债	%	政府担保负债	其他	总计	%
银行贷款	5 022.5	74.9	1 913.4	1 532.1	8 468.0	79.0
债券	551.1	8.2	106.7	98.9	756.7	7.1

<sup>①</sup> 方会磊,张曼,于宁,张宇哲:《5 万亿之忧》,《财新》杂志在线,2010 年 2 月 5 日;[美] 史宗瀚(Victor Shih):《地方政府债务:大冰糖山》,《中国经济季刊》14(2),2010 年 6 月。

续 表

资金来源	政府直接负债	%	政府担保负债	其他	总计	%
上一级政府补充	213.1	3.2	234.7	0.0	447.8	4.2
向其他部门/个人贷款	924.2	13.8	82.2	38.6	1 045.0	9.8
合计	6 710.9	100.0	2 337.0	1 669.6	10 717.5	100.0

资料来源：国家审计署

根据审计署的数字,地方政府在 2009 和 2010 年的两年里,直接或者通过其下属机构借款总额相当于中国的国内生产总值的 27%。没有什么比一句中国的谚语更能形容这种融资现象了:“只争朝夕”。至于信贷质量,中国国际金融有限公司(中金)的分析师如此评论,“如果这些融资平台的资金链没有断裂,他们可以在当前的经济发展形势下化解潜在的信用风险。”<sup>①</sup>换句话说,只要银行继续放贷,到期偿还就不会有问题。不幸的是,2010 年中,银监会禁止银行将贷款到期展期或者滚动偿还。尽管银监会意识到有 40% 的地方政府债务在 2012 年底之前到期,并且有高达 24% 的地方政府债可能出现,但还是出台了这项政策。不过,要解决银监会政策出台所造成的这个障碍还是有其他的办法。

央行提出的解决办法一点不让人感到惊讶,这就是允许省级政府发行债券(有别于通过财政部发行债券,见下一小节)。出售债券的收入可以用来偿还地方政府的债务<sup>②</sup>。这一章已经揭示了债券其实是银行贷款的一种包装形式而已。如果中国的市政债券获得批准,那么将债券出售给大规模的国有银行所带来的收入无疑将会被用来偿还那些小规模银行和国开行的

① 《21 世纪经济报道》,2010 年 4 月 12 日。

② [美] 卡尔·沃特(Carl E·Walter),弗雷泽·豪伊(Fraser J. T. Howie):《北京:金融的末日审判日正在来临》,《华尔街日报》,2011 年 6 月 21 日。又见《华尔街日报》中文网站:www.wsj.com。在这篇文章里,我们注意到用来处理不良贷款的方式已经以资产管理公司的形式和财政部的欠条方式存在了。当然,银行也可以被要求把这些坏帐一笔勾销。

贷款。这也是另一种形式的银行红利。在当期贷款到期时将其滚动到下一期贷款，也就是用新债还旧债。

## 信用加强

看看中国的信用评级机构的作为是否会在揭示债券市场的潜在信用问题方面提供一些线索呢？对于一个几乎所有债券发行人都属于政府机构直属的债券市场而言，信用评级的问题其实说复杂也不复杂，说简单也不简单。毕竟，如果理论上所有的一切都是国家所有，这些发行实体的信用评级又怎么会各有千秋呢？中国的五大信用评级机构（如表 5-3）又将是如何对一个省的信用风险和另一个省区别对待，在一家国有银行和另一家国有银行之间区分信用质量的呢？从投资者的角度来说，这个问题是非常现实的，因为商业票据和中期票据的一个吸引人之处就是发行人只需要获得评级机构的评级就可以。但是如果所有国有实体都是一样的评级，那么评级也就失去了意义。当然，前提是投资者，绝大多数也有国有的背景，对国家信用担保还是很看重的。这也就是为什么到今天为止，中国的信用评级还是一个难以解决的问题。

表 5-3 中国的信用评级机构

名 称	地 点	投 资 人
中诚信	北京	穆迪(少数持股)
联合	北京	惠誉(少数持股)
大公	北京	全部国有
上海新世纪	上海	全部国有
远东	上海	新华财经

发改委对这个问题的解决却采取了直截了当的方法：隶属其管理范围

内的企业债一概需要担保。提出这个要求是有历史渊源的。在 20 世纪 80 年代末,国有企业刚开始被允许发行债券的时候,在债券到期的时候,这些企业都拒绝偿付,理由是借的都是国家的钱。这个事实表明了国有企业的信用风险十分高。如今,保监会只允许受其监管的保险公司投资发改委批准享有担保的债券。这样在企业拒绝支付的时候,担保方可以确保本金的偿付。但是提供担保的一方形色各异,保险公司作为投资人如何对经发改委批准的不同债券担保人做出甄别呢?这里就需要用到信用评级了。因此,发改委审批的债券,人民银行和银行间市场交易商协会的商业票据和中期票据,就在很大程度上依赖信用评级机构的评价了。但是正如现在国际市场上也意识到的那样,信用评级机构也不总是正确的。

那么中国的评级机构的信用判断的效果如何呢?表 5-4 中的数据展示了 AAA、AA 和 A 级的企业债发行人和他们相应的担保人和信用评级机构。由于所有的担保人都类似,债券的条款又在很大程度上相似,担保方的信用评级就直接体现在债券发行人身上。举例来说,如果担保方是国开行,那么任何发行人都应该获得 AAA 的评级,因为在发行人违约的情况下,国开行将会代为支付本金和利息。如果这些评级是合理的话,那么我们做出如下的结论也是合理的,即没有担保的商业票据和中期票据的发行人的信用级别在中国的环境下也是可以推断出来的。

表 5-4 企业债券发行人信用评级和担保人评级

发行人: AAA	AA	A
1 上海久事公司	1 福建发展高速公路	1 广州造纸集团
2 国家电网	2 山东电力集团	2 上虞城市交通投资公司
3 北京基础设施投资有限公司	3 大连港集团	3 衢州城市交通投资公司
4 武汉钢铁	4 中国盐业总公司	4 中关村高科技中小企业

续 表

发行人：AAA	AA	A
担保人/评级机构：		
1 国开行/大公	1 国开行/中诚信	1 建设银行广东省分行/ 联合
2 中国银行/联合	2 国开行/远东	2 农业银行浙江省分行/ 联合
3 建设银行北京分行/ 中诚信	3 建设银行大连分行/ 中诚信	3 全柴动力集团/大公
4 建设银行湖北省分行/ 联合	4 建设银行北京分行/ 中诚信	4 中关村科技担保公司/ 联合

资料来源：Wind 资讯，2009 年 6 月 30 日

不幸的是，按照国际标准来看，任何有头脑的投资者都会觉得这些信用评级不是那么可靠。比方说，一个由 AAA 级别、半政府性质的政策性银行提供担保的实体所获得的信用评级怎么反而会低于 AAA 级别，就好像福建高速公路和山东电力的 AA 级别的例子。再举个例子，联合信用评级公司对建设银行湖北省分行的评级是 AAA 级别，这很合理，因为分行是建设银行系统内不可分割的一部分。但是由建设银行广东省分行所担保的广州纸业的评级仅为 A，可是同属于建设银行系统的大连市分行担保的大连港却有 AA 的级别，这就很难理解了。更糟糕的是，这么一个广东省分行的担保效果看上去和北京郊区的一家小型担保公司中关村科技担保公司的差不多。

如何解释这个让人迷惑不解的现象呢？这其中有多种可能性。比如说，信用评级机构可能把银行当作是一些独立支行的集合。正如某位市场参与者所说，“这些银行在全国范围有一万多家分行。重庆分行行长眼里的上司是当地的党委书记，并非在北京的总行上级。”按照这个观点进行评级产生的问题在于，评级机构需要十分了解地方分行运作，可是这种可能性却不高。另一个可能性是评级由发行人支付的佣金决定。评级可以用来买卖这在市场上是屡



见不鲜的。但是更有可能的情况是,即使市场和其他中介的架构已经存在,投资者信心的来源仍然还是来自相信政府会干涉防止违约发生。这也可以解释为什么来自中国某证券公司风险部门的主管会表示“所有机构和他们的信用评级都是正确的”。以上的可能性在各个层面上都不能让人完全信服。

## 省级政府的半主权债务

如前所述,2009年3月,财政部发行了2000亿元人民币(约合300亿美元)的地方政府债券。这些债券是在仓促间出台的,以至于监管的框架还没有来得及构思好,对他们的信用评级到底如何进行尚未有很清晰的规划。这背后的思路大体上是这样的:省级政府在中国的行政序列上是和部委同等级别的,也代表了国家,因此应该享有和国家主权同等的信用评级。但是一个很明显的事实是青海省和上海市还是有很大的差别的。

财政部的发言人则称,这些债务是以省政府的名义发行并且也确实是在省政府财政预算中的,财政部的角色是代理人。更重要的是,财政部一再坚称债券的利息和风险和国家发行的类似。本质上,财政部发言人就是想让大家都相信省政府发行的债券和国家发行的相同。这可能在理论上如此,可是在实际中,并非如此,很多市场参与者并不买这个意见的账。更有甚者,财政部自己对于地方债务的明文规定中也并不包含相应类似的条款。这些明文规定得很清楚,当地方政府无法偿还债务的时候,这些债务可以获得延展一到五年的时间,而本金部分则由地方政府在能力范围内分期偿还。简单来说,原来期限为三年的债券可能在实际中变成八年甚至更长的债券。

很明显,这些债务并不是中央政府的债务。尽管市场上充斥了质疑声,这些债券在初级市场定价上却仍然和相应的财政部债券很接近。在二级市场上价格如何很难说,因为根本没有二级市场。事实就是,这些债券淹没在受财政部控制的这些初级市场的参与者的资产负债表里,这些参与者正是中国的银行。

## 中国投资公司：中国金融体系中的关键

如果说银行间市场从结构上或多或少有点象金字塔的样子,这个市场的存在对于人民银行运用货币政策调控通货膨胀具有异乎寻常的重要作用。2002年,关于如何应对严重通货膨胀威胁的政策大讨论开展得如火如荼。中国的固定资产投资受到“入世”的鼓舞,从2002年就开始以年增长幅度达31%的速度呈现井喷式增长,这是自1993年以来到达的一个高潮(见图5-6)。人民银行对20世纪90年代中期两位数的通货膨胀率记忆犹新,于是人行在解放以来首次持续不断地向市场发行短期票据。2002年最初的发行量约合260亿美元,随后的几年逐年增加,到了2007年,人民银行从银行手中回收了近6000亿美元的资金。在这期间,央行九次抬高了存款准备金比率,五次提高利率。如此猛烈的用药只是在短时期内奏效,到了2007年,外汇储备的激增和随后产生的新增货币都给体系留下了难以逾越的挑战。

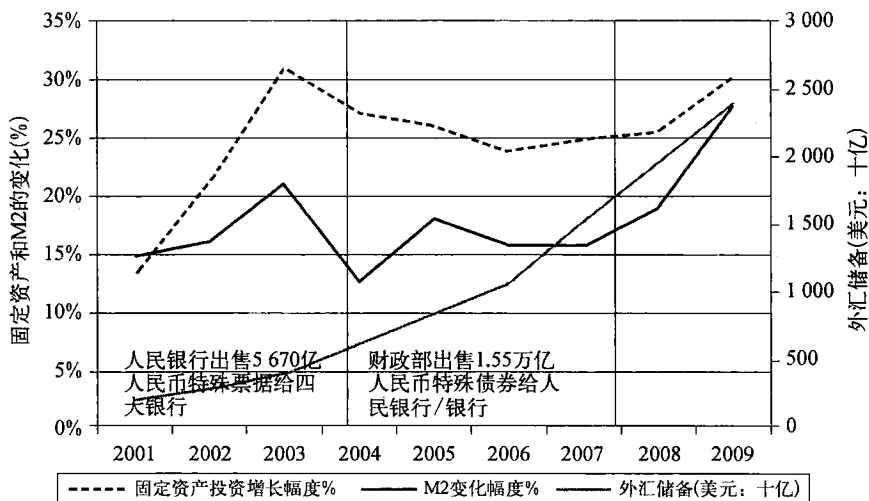


图 5-6 投资、外汇储备和货币供应, 2001—2009 年

资料来源：中国人民银行，《金融稳定报告》

很多人还记得 1993 年朱镕基为了干预经济是如何先发制人利用行政命令的方式禁止一切流动性注入体系的。朱镕基所做的就是将银行的大门关上,使中国经济进入了三年的冷却期,直到通货膨胀从 1995 年顶峰时一度超过 20% 下降到可以接受的范围。2002 年主张采用行政手段干预的一派认为,并非整个经济体都过热,只是其中的几个工业部门,这需要采用针对性的政策手段来对待。这种观点占了上风,对这些工业部门的银行信贷被终止。到 2004 年,这样的努力及时缩减了投资的增长和基础货币(M2)的规模,这里的“及时”体现在随后不久,中国蓬勃的贸易顺差带来了洪水般流入的美元。

就在这个时候,2005 年 7 月,人民银行终于说服政府放弃人民币和美元的挂钩,并且允许其缓慢升值。不幸的是,人们对人民币预期升值 20% 的说法的深信不疑,带来了热钱的潮水般涌入,国内资本市场的流动性急剧增加,更别提由此带来的股票指数急速上扬和对高端房地产市场的投机行为。人民银行和政府在前防止通货膨胀所采取的措施取得了成果,却在 2008 年全球金融危机爆发之后让形势变得更复杂,尤其是当市场的走向完全背离了政治期望的时候,尽管人民银行作出了最大的尝试试图控制涌入的“热钱”。图 5-7 中的数据表明,短期票据的有效性在 2007 年之后开始下降。用 M2 来衡量的货币供应增长一直维持在 16% 附近,可是在 2008 年这个数字变成了 18%,2009 年则成为了 29%。从人民银行角度上讲,当出口的增长在 2008 年年底出现下降的时候,人民币升值的目标就马上被搁置了。

这是从 2002 年以来围绕中国金融框架的政策争论的宏观经济背景。争论的焦点最后归结到 2007 年组建成立的中国投资公司(中投)。具有讽刺意味的是,这个主权财富基金成立的初衷是将中国积累的外汇储备进行海外投资,而实际上最终却戏剧化地被用来重塑中国的金融体系。中投并非中国的第一个主权财富基金。中国华安投资有限公司,作为外管局在中国香港的一个下属公司,就从 1997 年以来十分积极地参与对部分中国外汇储备的管理。那么为什么还需要第二个类似的基金呢? 华安是隶属于人民银行

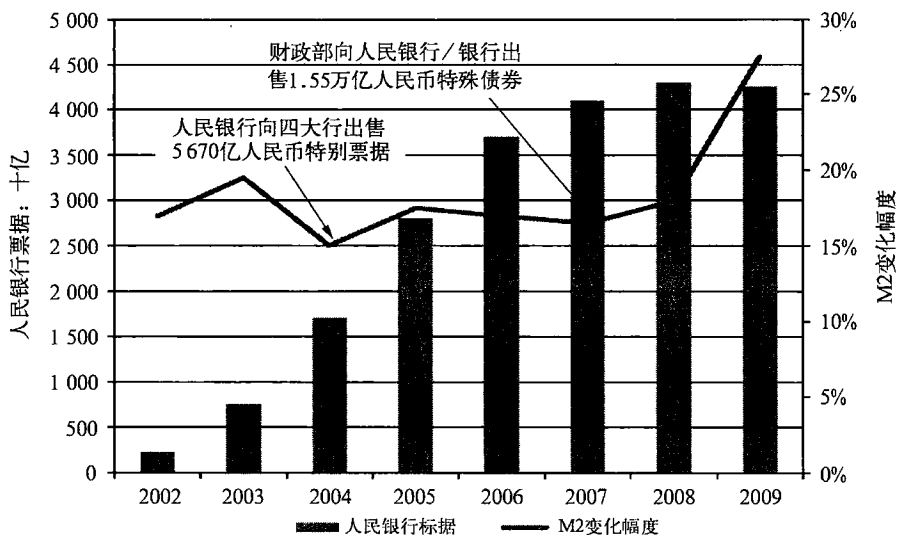


图 5-7 人民银行票据发行和货币供应 M2 增长比较, 2001—2009 年

资料来源：人民银行，《金融稳定报告》；《中国债券》

的；中投却是隶属于财政部的。为什么财政部要涉足外汇这一个长期以来一直都在人民银行清晰管辖范围内的领域呢？答案似乎是这样的，由于人民银行从财政部接手了对四家主要国有商业银行中的两家的控制权，财政部自然有理由从人民银行那里获得某种补偿。最终，中投的成立更多是一次关于行政管辖范围的调整而不是主权财富基金本身。这个回合的较量的结果很显然：中投成为了中国国内金融体系中的关键。

## 人民币冲销和中投

中投资本化的事件表明，在中国任何制度上的安排都不是永久性的；任何事情都有可能随着环境的改变和权力的制衡而改变。所有的制度，不管新老或者重要与否，都可以发挥作用。中投的例子同时也表明了来自巨额外汇失衡的压力给这个国家的金融市场体系所造成的扭曲。这种扭曲，现

在已经不仅仅局限于中国的债券和股票市场了,而是蔓延到了金融机构,而这些金融机构则是国际股票市场及其投资者们所依赖的基石。

因其成立的初衷是将外汇储备投资海外,关于中投的资本来源人们起初或许会认为是来自外汇储备,与国有银行的资本来源类似。中、农、工、建四大行的资本至少都受到外汇储备的补充,这主要是通过人民银行创立的汇金公司来完成的。2007年,急剧增加的货币供应引发了人们对资产泡沫的担忧,同时也引发了财政部和人民银行之间到底是通过货币工具还是行政手段直接干预经济来进行调控的争论。财政部认为,人民银行对外汇储备的管理回报太小,于是财政部索性直接要求参与管理的权力并且开始考虑成立中投公司。最后,中央还是同意给财政部一个尝试的机会,毕竟,2007年的时候,需要管理的外汇储备还是有相当数量的。但是中投并没有获得类似当初银行直接获得资本注入的机会,中投所依靠的是财政部的另一种特殊国债。

在2007年年初的时候,国务院就批准了这种特殊国债的发行,允许的发行规模在1.55万亿元人民币(约合2000亿美元),分10年期和15年期两种(见图5-8)。财政部除了指责人民银行对外汇储备管理不力之外,也抱怨是人民银行导致了货币供应的增长从而引发了严重通货膨胀的危险。从发行这些债券的过程也可以看出人民银行在政治上的弱势。财政部通过中国农业银行将债券分八次发行出售给人民银行。从1994年中国人民银行颁布实施以来,财政部和人民银行之间不能有直接的往来。在此之前,人民银行经常被迫直接为政府赤字提供资金支持。但是这次的债券不是为了解决赤字。人民银行的作法是,从农业银行买得债券,然后由于这些债券的券息都低于市场利率,于是将债券强行摊派给由银行组成的市场。这样的发行,从银行体系获得了大量的流动性,这个流动性的数额相当于人民银行可以从其发行的短期票据上所融得资金规模的两倍。这样的方式也可以帮助人民银行避免了抬高自己短期票据的融资成本。

虽然这个建议很有创意的成分,但是这其中并非没有任何成本,正如图5-9中第二步所展示。财政部出于对货币政策目标的考虑,已经给予人民

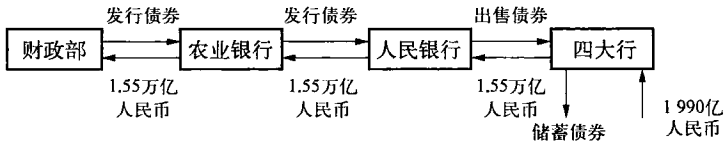


图 5-8 第一步：财政部发行特别国债挤出了市场的流动性

银行一定的照顾，否则这样的流程早就停滞了。如果人民银行愿意的话，中投的资本也可以由汇金公司利用外汇储备进行单独的安排。可是财政部却最后“割肉”，用发行国债募得的资金从人民银行和外管局手里硬生生购买了 2 000 亿美元的外汇储备，这一购买自然又是通过农业银行来完成的。财政部就用这些资金来组建中投。以非经济因素来衡量，这项交易的制度效果是，使金融体系恢复到 2003 年前的状态，人民银行的权力和市场化阵营的力量被弱化。但是还远不止这些。

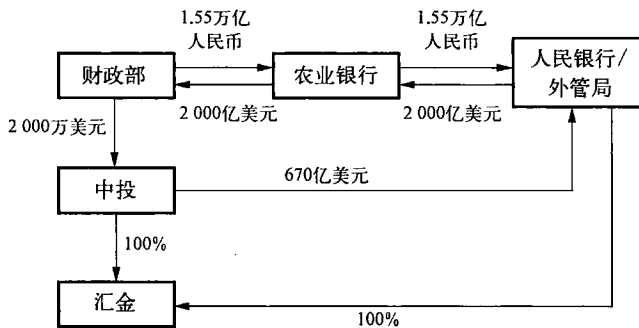


图 5-9 第二步：财政部从人民银行购买美元作为资本注入中投

资金易手后，中投从各个方面看都是隶属于财政部的。虽然中投直接对国务院负责，但是中投的高层管理人员均来自财政部系统。但是财政部的安排中有一个尴尬的技术性问题：这个特殊国债的利率如何支付？融资的成本每年达到 100 亿美元。答案有些令人惊讶，中投将自己负担这些利息开支。正如中投的领导评论的那样，中投每运行一天，就大约要背负 3 亿人民

币的成本负担。那么中投作为一个并非短线的投资者,又如何产生近期的现金流以应付如此巨大的利息支出呢? 解决该问题的方法进一步打消了银行改革和拓宽金融改革的希望。

解决问题的方法是经过深思熟虑的。在中投获得其新资本之前,这2 000亿美元的资产早已经被划入预算并且支出了,其中只有 $\frac{1}{3}$ 是和主权财富基金这个名义上的使用目的有关联。另外的 $\frac{2}{3}$ ,大概有1 340亿美元,被花费在:一、计划内对农业银行、国开行及其他银行和金融机构的资本注入;二、从人民银行手里立刻收购汇金。经过这一连串的动作,中投成为了中国金融体系内的“国有资产监督和管理委员会”(见图5-10)。

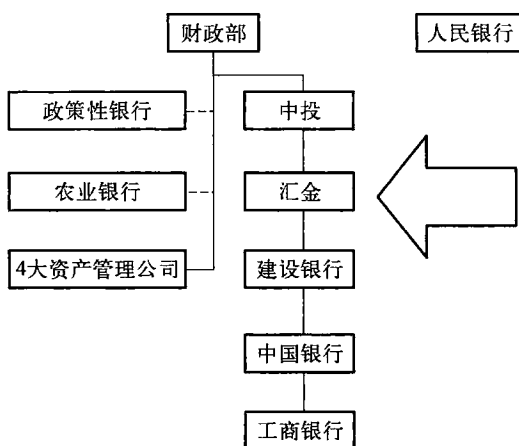


图5-10 中国投资有限责任公司,中国的金融控股公司,2007年12月

有人也许会问,为什么主权财富基金想要拥有或者投资于政府已经拥有了的国内金融机构呢,那样资金只是在转圈圈而已? 但是这恰恰解释了所谓“体制内”是怎么回事。由中投管理层向世界所展示出来的专业性在表面上的确很吸引人,可是真实的情况却是中投最多只能算是个“兼职”的主权财富基金。其最重要的作用是在中国金融体系里发挥关键性的作用。经过这次的“交易”,整个体系又被恢复到以财政部为中心同时中央银行被弱

化下的模式。

财政部显然是这场交易的赢家，其胜利的细节可以从表 3-3 里看出，该表展示了中国主要银行上市前和上市后拥有控制权的股东情况。这个结果最终也对正在推进的银行和金融改革有着显著的负面作用。从 1998 年银行改革开始，财政部和人民银行争论的焦点始终围绕着该由谁代表国家控制国有银行。在汇金为建设银行和中国银行调整资本的时候，主要是通过建立汇金对银行的直接经济利益所有权关系和使用财政部的资本利益来消除不良贷款，结果是这两家银行不再隶属于财政部了。2005 年财政部重新拿回了对银行的控制权，先从工商银行开始，接着是农业银行，至少其中有一部分原因是人民银行在管理其基本职责——通货膨胀和货币上遭遇到困难。其实这并非唯一的原因。

支持这次收购的行政性“逻辑”很简单：中投要自己负责这种特殊国债的利息支付。收购银行也就意味着中投可以获得从银行上缴的红利所得形成的现金流<sup>①</sup>。由于他们都是属于国有性质的，这和以前有什么不同吗？事实上是，这其中的确有一些不同，而且不同不仅仅是在涉及的行政职能上。如果中投收购汇金，那么外管局则可以收回其最初的投资。最初的 670 亿美元的投资包括了其对三家银行以及其他一些破产证券公司投资的净现值<sup>②</sup>。因为这仅仅是国有资产在各国有机构之间的转移，根据政府规定，转移不需要支付资产升水。这只是会计行为，只不过是钱从一个口袋流向另一个口袋。可是不同的股东对改革的路径却有着巨大的影响。

对中投而言，收购进展得很顺利。根据中投第一年即 2008 年的财务报

---

① 使用债券和向财政部支付利息还有第二个好处，即：支付不需要中投的董事会的参与，当下属银行的现金以红利的形式流入中投之后，中投的财务官只需要在利息到期的时候进行支付就可以了；不需要董事会决议和备案。这和国资委不同。

② 汇金为中国银行和建设银行各支付了 225 亿美元，为工商银行支付了 150 亿美元，为其他几个证券公司支付了 70 亿美元。这些投资在汇金的资产负债表上仍然以支付价格陈列，即使这些银行都已经上市，而且拥有的市值远超出支付的价格。



表来看,中投从人民银行收购的资产市值在 1 710 亿美元,为收购所支付的代价仅仅为 670 亿美元。这一数字到 2009 年增长到了超过 2 000 亿美元,不过,这个时候资产里也还包含了其他非汇金的投资资产。对汇金的投资使得中投在第一年就可以确保盈利,也有效遏制了外界针对中投在其他有争议性的投资里出现损失的指责,这其中包括黑石和摩根士丹利。但是很多人会忽视这么一个细节:四家国有商业银行中的三家已经在国际上上市。

### 中投对其拥有银行的掌握

中投除了依赖以市价计算其拥有的银行资产所形成的利润,也依赖银行为其提供现金流来满足其支付财政部债券的利息的需要,额外的,也需要向财政部支付红利以帮助后者可以满足其支付工商银行和农业银行所欠资金的需要。人民银行对汇金的设计赋予了中投从银行获取红利的地位(更多细节见第七章)。这样庞大的现金来源原本是为了帮助抵消人民银行借款给资产管理公司以完成银行重组所产生的不良贷款。汇金的安排类似于一种税收的形式,以逐渐减少人民银行的信贷损失同时增强其资产负债表的质量。

2007 年年底中投收购汇金的时候,中投获得了对中国主要银行的直接经济控制,这体现在对银行董事会的控制和在红利问题上的决定权。在所有权、管理和人事等层面上都不加干涉(这和国资委管理的国有企业的情况不同)。汇金过去受人民银行控制,而人民银行受党内占据较高位置的金融领导班子控制。总体来说,现在财政部可以建议但是不能决定它需要收到的资金数量。

这需要我们回到银行上市来了解整个来龙去脉。三家银行派息率在 50%左右,这按照国际惯例来说并不算过高,不过国际惯例所说的银行是,按照稳定速度增长,在正常的商业环境中即不良贷款和证券损失并不显著

的情况下。可是，这显然不符合中国的银行的状况。这些银行通常为了支持国家经济增长每年都要增加 20% 左右的贷款，某些年份比如 2009 年，新增加贷款则更多。但是从 2008 年开始，汇金的新任务是帮助中投支付财政部债券的利息和帮助后者偿还负债。由于银行是公开上市企业，并且受国际会计师事务所审计，现金红利是信息透明的。某种程度上，他们是一种可以信赖的指标，体现了政府对这些银行的态度。

在重组的早期，当不良贷款被剥离给资产管理公司的时候，资产的增加幅度受到严格的控制（见图 3-10，2001—2005 银行贷款），资本比率提高很迅速。当这三家银行各自上市之后，贷款、利润和红利都迅速增长，尤其是当 2007 年中投收购了汇金之后。从那个时候起，红利支付的水平一下子就被提高到可以满足中投支付利息的需要，同时还有充分的空间以保证财政部将需要支付工商银行关于重组的欠债从 1 430 亿元人民币（约合 180 亿美元）减少到 620 亿元人民币，到 2010 年，财政部欠工商银行的债务全部结清。当然，因为中投和其拥有的银行负责支付这些费用，国家财政预算的负担也相应地减轻了。

这些金融上的安排（见图 5-12）也为将来中国的银行改革往何处去提出了问题。从 2009 年的经验来看，银行已经重新回到以前的商业模式成了不争的事实。但是对红利政策的设置仅仅是为了满足财政部自己的需求。更糟糕的是，在这一时期所支付的红利都是来自银行上市所募集的资金（见第二章的讨论）。从最基本的角度看，国际和国内的投资者们将 420 亿美元的资金交给银行，然后这些资金间接地流入了财政部，而这些投资者在那些年获得的红利只有不到 80 亿美元（见图 2-8）。更深层次的问题是，在维系支付红利能力的压力之下，银行的管理层是否不得不增加贷款？因为在存贷利率差固定的情况下，更多的贷款就意味着更多的利润，更多的红利，更好的股票价格和和《财富》杂志全球 500 强里更高的排名。随后出台的经济刺激方案恰恰为这个提供了最好的理由。

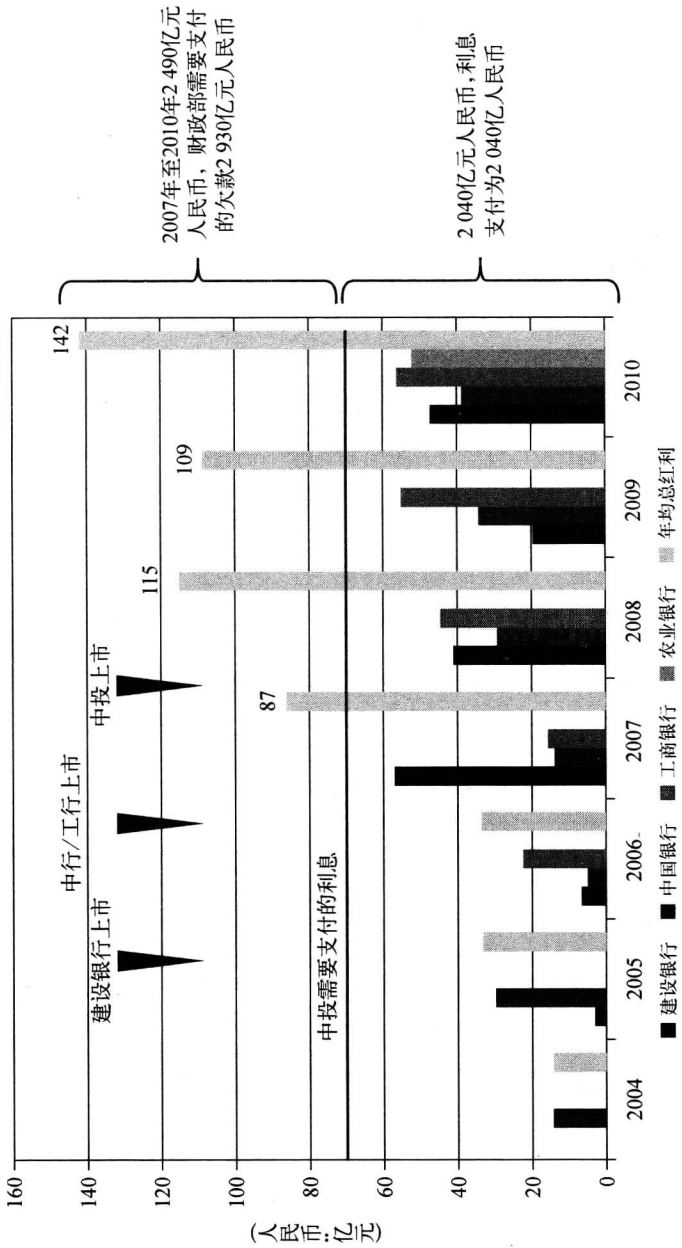


图 5-11 四大行的现金红利和中投的负担, 2004—2010 年<sup>①</sup>

资料来源: 汇金; 银行 H 股财务报表

<sup>①</sup> 图中原作者在计算 2010 年的数字时候漏算了农业银行的现金红利, 这里由译者纠正了。——译者注

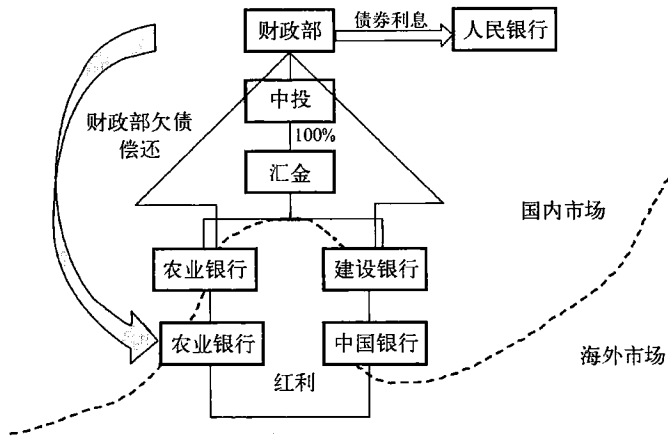


图 5-12 关于红利, 2007—2010 年

不到一年的时间里,在 2010 年年初,50%的派息率和贷款量的肆意增长给银行造成了不小的挑战。其中面临挑战最为严峻的是中国银行,其贷款在 2009 年增长了 43%,其他银行则仅仅增长了 20%多一点。高派息和资产增长,导致银行的资本基础受到侵蚀,中国银行和工商银行的资本比率很快就逼近他们上市前的水平了(见表 5-5)。

表 5-5 核心资本充足率趋势, 2004—2010 年

%	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
建设银行	8.06	11.08	9.92	10.37	10.17	9.31	10.40
中国银行	8.48	8.08	11.44	10.67	10.81	9.07	10.90
工商银行	—	9.89	12.12	10.99	10.75	9.86	9.97
农业银行	—	—	—	—	8.04	7.74	9.75

资料来源：银行 H 股年报

从那个时候起,政府就为如何增加银行的资本储备而弄得焦头烂额。2010 年年初,每家银行都公布了创纪录的 2009 年收益和改善的不良贷款比率,紧接着却是一家随着一家宣布再次上市融资 550 亿美元的计划,这是他

们之前上市所募集所得,然后上交给了财政部的资金额(见表2-3)。当然如果国家想维持其股东的地位也必须增资。正因为此,当关于作为这些主要银行的最大股东汇金为了保持其在银行股份中的比例和所有权地位,试图申请最高可达500亿美元的庞大资本注入的谣言传出来的时候,并没有让人感到意外<sup>①</sup>。更有意思的是,中投也向财政部申请额外的2000亿美元。两个申请的最终获批的金额都被显著地削减,汇金获得最高限度为1900亿元人民币(约合280亿美元)债券发行,而中投则获得限度1000亿美元。汇金于是从2010年8月开始对外发行总共1900亿元人民币的债券,到2011年年底之前分阶段发行。第一阶段的540亿元人民币的发行在银行投资者对汇金的强索行为纷纷发出无可奈何的抱怨中完成。2010年一共发行了1090亿元人民币(约合166亿美元)的债券。为了支持中国银行、建设银行和工商银行2011年的二次上市,汇金需要950亿元人民币(约合146亿美元)来确保汇金(国家)的股东地位不被稀释。又一次,一个代表国家的股东通过将债券出售给受其自身控制的银行来获得融资,这一交易过程和1999年财政部特殊国债并无太大差别。

红利,过度的放贷和对资本的渴求,至少有部分原因是被财政部从人民银行收购银行资产所赐。如果中投当初直接由外汇储备来提供资本,中投就可以维持其纯粹的主权财富基金的地位,财政部的投资也只是和外管局投资相互比肩而已。即使需要冲销数量庞大的人民币,特殊债券也可以单独发行。但是财政部将二者合为一体,结果形成的这个结构将中国金融体系的核心扭曲成如今这个无论从行政上还是经济上都面临尴尬处境中的地位。

在2010年召开的第四次全国金融工作会议的议题中可能最大的一个议题就是如何处理汇金。并不让人感到意外的是,即使在过了一年后,也没有提出任何解决问题的方案。财政部是希望以汇金作为“金融国资委”的基

---

<sup>①</sup> 汇金的债券谣言最初是在2009年11月传出的。见《华尔街日报》,2010年8月11日。

础,最终成为中国整个金融体系的超级监管者,以代替现行的“一行三会”的监管结构<sup>①</sup>。即便这一切将会发生,汇金脱离中投,特殊国债的这种安排却很有可能依然存在。那么问题就来了,究竟哪个实体应该向中投支付这900亿美元,作为汇金正常的价值,使其脱离中投所要支付的资金又将从哪里来呢?问题的焦点是汇金和其拥有的银行将继续成为这场“官僚式乒乓球拉锯赛”的对象,这些在国际上市的银行正越来越多地受到国际投资者对其价值的关注和判断,可是同时,中国政府却正积极地致力于减少这些银行受到的来自外部的影响。

## 金融市场的周期

众所周知,中国现行的将人民币和美元汇率固定的货币政策极大地限制了利率。这也意味着真正的固定收益市场得不到发展。这个问题还有另一个方面。中国银行业的盈利能力有赖于规定的存款和贷款利率之间的最小利率差。从企业借款人那里获得的利润可以帮助他们支援政府债券的购买。要确保这样的模式继续,就需要国内垄断地位受到保护,不受外部压力的干扰。外资银行在中国存在的意义只是表示开放市场的一个象征。由于利润是确定的,银行从来不需要为了获得客户而创造什么。他们也不需要担心新的资本或者问题贷款:这是政府的问题,不是银行管理层的问题。因此当政府提出要发展债券市场的时候,银行都响应号召,债券只不过就是披着外衣的贷款而已。公司债券市场停滞了:缺乏二级市场。但是固定收益市场并不止只有公司债。

近年来,人民银行面对庞大贸易顺差和其所带来的美元外汇涌入,出于维持汇率稳定的考虑不得不新发行大量的人民币,同时人民银行也不得不

---

<sup>①</sup> 这是指中国人民银行,证监会,银监会和保监会,关于其背景,可以参考《经济观察报》,2010年7月12日。

针对此过程中所引发的通货膨胀和资产泡沫对多余人民币采取冲销手段,可是这么一来,金融体系得以安身立命的基本原则,即基于市场的原则被扭曲了。当2007年财政部提出人民银行发行的票据不足以抵消多余的人民币的时候,给出的解决方案直接导致了中投公司的建立。中投的建立至少解决了两个主要问题:临时性的控制货币生成和大量使用国家积累的外汇储备。这是个聪明的解决方案,可是由于中投收购汇金变得复杂了许多。

利用汇金旗下的银行来支付财政部债券的利息乍看似乎是个好主意,中央政府对银行资本充足和财务稳健也深信不疑。但是这将中国国内金融市场所面临的压力和国际金融市场联系在一起,产生了和体系基本利益背道而驰的经济风险。要满足当前货币不可自由兑换、固定的汇率和利率、依赖银行的积极贷款促进经济增长这些需求都意味着需要大量新的银行资本,而这些新的银行资本的补充则需要依靠国际和国内的资本市场。鉴于需要募集的新资本达到了700亿美元,市场最终会要求其价格能够体现真正的供求关系,而未必能像中国农业银行上市成功募集200亿美元那样得到很多国际和国内朋友的帮助。

现在回过头来再看,过度的经济刺激计划给予了银行过于自由的权力来扩大他们的放贷规模。但是不管有没有刺激计划,正如历史证明了的,这是国有的银行在任何情形下都会做的事情(见图5-13)。因为规定的存贷款利率差,10万亿元人民币(约合1.5万亿美元)的新增贷款极大地增加了银行的利润。值得注意的是,银行在给地方政府提供贷款的时候是很乐意的,尤其当任务是由地方党委书记布置的时候,这样的贷款可以是直接或者通过债券的方式。地方政府会破产吗?他们和国有企业比起来信用风险是否少一些呢?2010年四大银行的报告显示,他们有创纪录的利润,高额的坏账准备金和因为贷款扩张而下降到2%以下的不良贷款率。这都是基于最简单的数学运算,并非管理层的卓越表现或者价值创造。可以预期的是,他们的派息也将创纪录,其在《财富》杂志全球500强里的排名将节节上升。但是贷款的扩张减少了银行的资本。21世纪的第一个十年结束了,尽管这些

银行的财务报表很漂亮,可是正如 20 世纪的最后三个十年里一样,中国的银行仍然迫切需要资本的再注入。

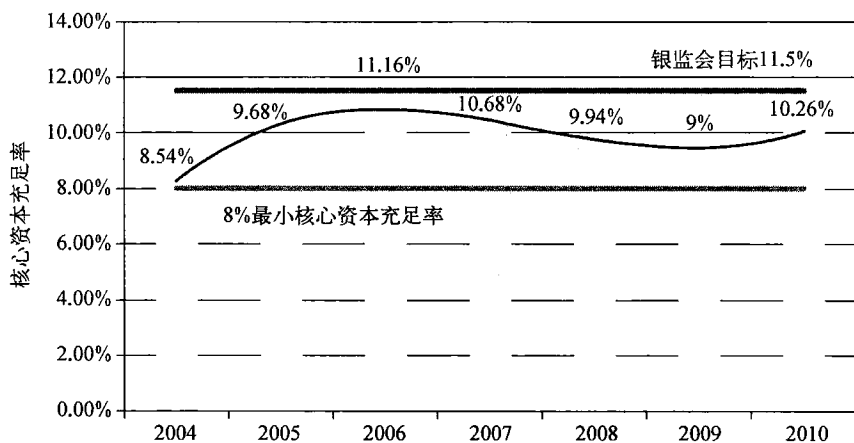


图 5-13 银行融资周期的特征 单位: %

注: 比率是以四大行在第一个周期的资本充足率平均值计算的。

这也代表了中国现金机器完整的一个周期,这一周期花了十年。但是什么情况下按照体制内的思路来出牌和什么时候又表现得遵守国际惯例和监管规则的这样一个断层越来越清晰。下一个周期现在就几乎可以很肯定地看出来,并且我们也知道为什么真正的变革不太可能。规定的存贷利率差确保了银行的利润,因此也确保了可以派发给投资者的红利,比如汇金。汇金,随后必须满足中投的要求,而中投则必须满足财政部特殊国债的要求。在工商银行和农业银行欠债上,财政部也必须为之前做出的资金承诺作出兑现。即使汇金脱离中投,也只是需要再设置一条将现金从银行输送到财政部,再由财政部输送给银行的途径,金融的架构已经在那里了。只要中国的出口和非公经济仍然相对薄弱,银行依旧需要扩大贷款以促进经济快速增长。

那么,中央又如何允许银行被资本市场或者来自外部的真正市场竞争



来造成金融脱媒呢？采取保护性措施，强调谨慎监管，控制汇率和固定的存贷利率差，这些都确保了政府对银行的控制和体系的稳定。还有一点也几乎可以保证，那就是银行每隔几年一周期需要重新获取新的资本。从外部看，银行的利润让存款人相信他们的银行很稳健，他们的存款很安全。国际投资者也支持银行的股票，因为银行股被视为银行业驱动下的国民生产总值的最好代表。银行利用居民存款和新的注入资本来发放新的贷款以促进经济增长并且让人相信中国的债券资本市场正在向西方市场体系靠拢。

中国落后的债券市场并没有给银行减少风险负担，而是制造了新的风险。这些债券占到了四大银行总资产的25%—30%，因为这些债券是负利率差，因此，给银行带来了很显著的市场风险。为了抵消这些风险，银行最终只好增加贷款，从而增加信用风险。这样一来，发生资产泡沫、股市泡沫和问题贷款的几率大大增加。对待这些问题的方法，比如资产管理公司、财政部的资金承诺和中国人民银行的信贷支持都已经存在。正如第一代不良贷款的处理那样，这些方法只是抑制了问题，将最终会暴露的问题延缓发生，希望可以无限期地推迟，并且淡出国际观察家的视野。这样，在体制内部生成的周期和压力还会持续很长的一段时间。

## 第六章 西方金融、国企改革和 中国股市

“A股首日价格已在预料之中,但是还不够满意。”

——陈必亭,中国神华集团董事长

2007年10月10日

在融资的话题上,中国的股市比起银行贷款和债券市场来,有点小巫见大巫,但是它对中国的一批公司的建立有着不可磨灭的作用,同时,它也使得中国有了形式上的现代化的资本市场。要不是股市,中国可能需要等待更久的时间才能看到一个真正的国家范围内的资本市场。更重要的是,如果没有股市,中国的相关部委或许就没有机会从高盛和摩根士丹利那里学到如何运用国际公司法和复杂的股权转移的模式来打造自己的“国家队”,一支在中国前所未有的、拥有庞大经济规模的国有企业的团队。2006年和2007年,当这些公司开始陆续返回上海股市二次上市的时候,他们已经能够利用积累的财富回报投资他们的企业和机构,这些企业和机构作为投资者也充分利用这些“国家队”在国内的上市而获利。

这也解释了神华董事长的话中深意:他的公司上市的业绩对帮助过神华的那些公司和个人来说可能是低于了期望值。在这样的上市过程中,公司的价值

被人为压低,申购中签分配过程中的不公平<sup>①</sup>,以及国家权力实体之间资金的流动,在任何人看来都是一目了然的。问题来了,到底现在执掌中国经济的是政府还是这些“国家队”?表面上看,显然是前者。可是眼下的中国“无处不商”,很大程度上,国家队和政府的利益关系也互相交织,恐怕很难分出彼此了。中国股市的实质其实也早已经不是金钱这么简单了,何况这些钱也是来自党领导下的银行。

## 今天的中国股市

1992年10月7日,一家生产面包车的小公司在纽约证券交易所正式挂牌上市,成功融资8000万美元。如果这个企业不是一家来自中国的公司而且不是第一家在中国以外上市的中国企业,同时也不是在纽约证券交易所上市的话<sup>②</sup>,这根本就不会成为标志性的事件。面对疯狂的超额认购,华晨汽车公司单凭一己之力将中国置于世界金融的中心。从那时候起,中国股市的喧嚣使纽约和伦敦作为世界上最重要的股票市场而黯然失色。

表面上,中国股市在亚洲规模是最大的,拥有很多世界上最大的公司,有近1800家公司的股票在超过1.2亿个独立账户之间进行交易。中国股市融资的能力也可以书写成传奇(见表6-1)。根据彭博社的数据,从2006年1月开始,世界最大的十个上市项目中有一半涉及中国公司,融资金额达到了450亿美元。在上海,新发行的股票获得500倍的超额认购并非什么稀奇的事情,在这样的认购里,有超过4000亿美元的资金被锁定仅仅就为了一次的发行。中国公司的规模从1990年开始也呈几何级数增长。1996年上海上市企业中最大的10家总市值为179亿美元;到1999年年底,达到了253亿美元,10年以后,1.063万亿美元!与中国的很多其他事物一样,发行的数量和他们所呈现的以几何级数增长的速度都十分惊人。

---

① 公开上市中对投资者的股份分配是按照抽签的过程。

② 当然作者很清楚,汇丰和美国友邦人寿都有着深厚的中国渊源,但是他们并非是中国的公司。

表 6-1 中国和中国香港市场上中国公司融资情况 单位：十亿美元

美元 (十亿)	A 股和 B 股			H 股		红筹股	
	初次上市	二次上市	配股权	初次上市	二次上市/ 配股权	初次上市	二次上市/ 配股权
1993 年	4.12	0.00	1.03	1.05	—	0.12	1.83
1994 年	0.72	0.09	0.61	1.28	—	0.20	1.51
1995 年	0.51	0.01	0.68	0.26	—	0.20	0.66
1996 年	3.05	0.00	0.80	0.88	0.13	0.44	2.01
1997 年	8.37	0.03	2.52	4.13	0.14	5.08	5.37
1998 年	5.04	0.37	4.16	0.27	0.19	0.02	2.22
1999 年	6.03	0.72	3.85	0.55	—	0.26	6.84
2000 年	10.33	3.40	6.16	6.63	—	5.65	32.00
2001 年	6.80	1.63	5.20	0.71	0.06	1.55	0.90
2002 年	6.25	2.33	0.68	2.16	—	2.69	4.07
2003 年	5.48	1.19	0.92	5.96	0.08	0.38	0.25
2004 年	4.27	2.25	1.27	5.15	2.47	1.87	1.52
2005 年	0.71	3.30	0.03	17.69	2.77	0.13	2.75
2006 年	21.03	13.44	0.06	37.30	1.77	0.36	6.17
2007 年	61.20	45.81	3.12	9.59	1.40	6.36	8.39
2008 年	15.16	33.39	2.22	3.80	0.60	—	28.88
2009 年	29.62	44.26	1.55	14.72	0.97	1.03	9.03
2010 年	74.41	57.15	21.79	17.81	19.61	0.81	6.32
2011 年	37.35	56.23	6.35	2.90	4.54	0.76	2.68

注：美元汇率按照当时市场；不包括中国香港联交所创业板；2000 年以来就没有再发行过 B 股；二次上市指的是在上海证券交易所的二次上市公募；2011 年数据到 9 月 30 日止。

资料来源：Wind 资讯和中国香港联交所

当然，利润的规模也十分巨大。2009 年，中国公司一共融资 1 000 亿美元，其中 75% 是从上海和深圳两个国内证券交易所募集所得的。承销费用

在中国大约为 2%，这就意味着中国的投资银行（其中最多只有顶尖的 10% 的投资银行才可以参与利润如此高的商业活动）赚了 15 亿美元的承销费。这个承销费用虽然巨大，但是和经纪费用比起来又算不了什么了。举个例子，单就 2009 年 11 月 27 日这天来说，上海和深圳证券交易所的 A 股交易创造了历史上的最高纪录，交易金额达到了 4 850 亿人民币（合 700 亿美元）。对一个不允许 T+0 的市场来说，这样的转手率已经让人印象很深刻——这个转手率已经超过亚洲其他市场包括日本在内的两倍多了。那一天的经纪佣金就达到 2.1 亿美元，由 103 家证券公司瓜分。由于效益的可观（很明显对中国公司来说，国内的券商要比国外的吃香得多），无疑地，中国股市充满着喧嚣，世界上所有的投资银行家都不是低调的，在中国也不例外。

观察家们对市场的基础设施也印象深刻。和银行间市场类似，股市的运行机制也是最先进的，拥有完全电子化交易的平台，最有效的结算和清算系统，同时还拥有最直观的指标，比如指数，信息披露和实时价格公布以及公司公告等。在交易所网站公布的信息内容之广也很能给人留有印象，信息也很准确，但是所有这一切只是一个方面。中国股市建立的基础并非私人公司或者私有产权，股市是建立在政府的利益之上。最终，无论基础设施，数据的质量和筹集到的资金有多少，中国股市的形式大于内涵。股市给了中国经济一个现代化的假象，但是和债券市场一样，事实是，股市并没有发展成一个为公司所有权服务的真正意义上的市场。

债券市场的核心是对风险的评估，可是在中国这并不存在，因为政府控制着利率。类似地，股市的核心是对公司价值的衡量，这在中国也不存在，因为政府也控制着这些上市公司的所有权。指导中国经济的核心理念不是私有产权，而是党的领导和全民所有制为主体。在这样的思想基础上，市场不是分配稀缺资源和促进经济发展的唯一手段。分配资源的任务通常由国家来承担，而国家出于利益的需要，对债券和股票市场采取了积极干预和控制的方法。如同前两章所讲的那样，债券市场的周期是体现在由政府对本分配的控制所带来的对利率的管制和被低估了的风险。股票市场，相比

之下具有更大的波动性,但是证券交易并不涉及公司的所有权的变化。这些证券究竟代表了什么并不清楚,我们只知道这些证券带有投机的特点,在交易和上市的过程中可以带来收益或者损失。

在中国,股票和房地产市场演变为给富余资本寻求回报的一个可被掌控的途径,很大程度上,这些富余资本本身就来自国家机构。股票和房地产市场虽然也频繁地受到行政干预,却还是中国仅有的两个可以提供高于通货膨胀的回报的场所。2007年上证指数一路冲高就是很好的一个例子(见图6-1):人民币大幅度地升值带来大量热钱的涌入,这些热钱涌入股市,进一步推高股市。和发达国家现有的市场一样,中国股市在运作上也是有条不紊的,只是这样的运作必须要在国家所规定的框架范围内,而这个框架从建立伊始就被人为设定了很多不合理的条件。只要这些最初的条件不变,股市的性质就不会变。要改变这些条件,则需要完全、公开地承认私有制——而这无论是现在或可预见的将来都是不可能的。

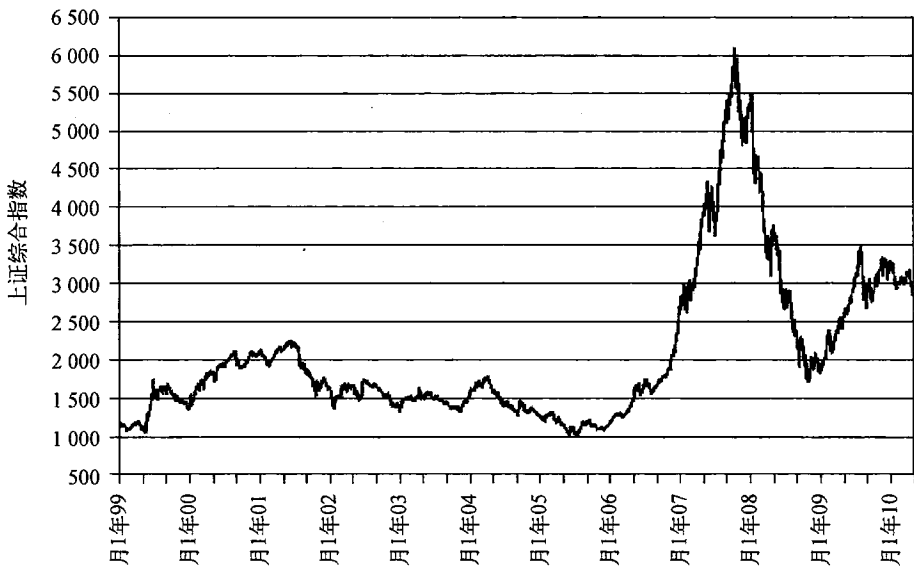


图6-1 上海综合指数1999—2010年表现

资料来源: Wind 资讯

## 中国为什么要建立股市？

那么为什么中国政府要在 20 世纪 90 年代初的时候决定建立股票市场呢？开设上海证券交易所的决定是在 1990 年 6 月做出的，同年年底就投入运营了，当时国内还在就 80 年代的改革到底是“姓资还是姓社”的问题进行着争论。从资本配置的角度看，当时并不需要市场。那个时候和现在一样，四大银行为国有部门提供所需要的资金。建立股市并不是为了政治上的私利或者国有企业的资本要求。促使北京在 1990 年决定建立股市的一个更为重要的原因是为了通过深化改革打破发展的瓶颈，部分也因为国有企业低效率运营和缺乏竞争力。利用股市来解决这两个难题纯粹是带有偶然性质的。如果没有当时绘制的股市蓝图，今天的中国可能还是另外一个样子。

## 炒股热和社会动荡

20 世纪 80 年代，中国股市的兴起和西方私有制经济下的股市兴起都源于同一个原因：无论是小型，私有和国有企业都缺乏资本，而资金规模较小的个体投资者却在积极寻求回报。在中国的很多地区，依靠股票来进行筹措资金几乎是在同一时间兴起，加上当时宽松的政治环境，这一趋势很快就成型了<sup>①</sup>。尽管上海大声宣布自己是全国的金融中心，毫无疑问深圳却是率先启动这一趋势的。深圳在地缘和文化上接近香港是一个主要的原因。1987 年是关键性的一年，这一年五家位于深圳的国有企业面向社会公开发行股票。深圳发展银行成为第一家上市的金融机构，随后是万科，它现在成了房地产开发商中的领头羊。他们的上市并没有引起公众很大的兴趣，认购不仅不足而且偏少。

---

<sup>①</sup> 更多信息关于对资本的需求是如何带动中国股市在 20 世纪 80 年代自发性扩张，参见卡尔·沃尔特和弗雷泽·豪伊的《私有化的中国：中国股票市场内幕（第二版）》，John Wiley & Sons 出版社，2006 年版。

面对个体公众投资者对深圳发展银行上市兴趣不大的情况，深圳党组织开始发动党员购买股票。即便如此，深圳发展银行的股票也只是被认购了 50%。

事实是，经历了近 30 年的中央计划经济体制，近乎内乱的斗争和国家所有制的确立，股票的概念早已经消失得无影无踪了。在有股票存在的地方，人们认为股票之所以有价值是因为股票能够支付红利；购买股票就是为了获得现金流。人们并没有意识到股票可以升值（或者贬值）而带来资本所得（或者损失）。因此市场对银行的上市不热心是可以理解的，另外，市场对 1989 年年初第一次分红支付完之后所发生的事件也没有充分的准备。

1989 年年初深圳发展银行宣布分红，这在中国经济史上应该被看作是一件扭转乾坤的大事。银行当时对待股东投资者十分慷慨，给予其股票投资者——大部分是国家和党的系统内的投资者——现金红利每股 10 元，另外还有二比一的股票红利。那些 1988 年花了 20 元一股购买银行股票的人眨眼间就赚了数倍于其投资的收益。尽管如此，仍然有一小部分投资者没有兑现股票红利，银行遵循相关步骤在市场上公开拍卖这部分股票。有这样一个故事：一个人突然出现在拍卖现场，以每股 120 元的价格买下了一整批股票，人们这才意识到：股票的价值其实不在其票面。正当消息在深圳传开的时候，一股热潮也开始酝酿。当时市面上的银行股和其他一些股票在场外交易中价格开始迅速上升。深发展的股票在 1988 年年底是每股 40 元，1989 年 6 月上升到 120 元，当年年底价格还维持在 90 元。

当中国的散户们意识到这样一个好机会的时候，他们也开始把股市炒热，中心为深圳，后来逐渐蔓延到上海和其他城市，比如成都、武汉和沈阳这些股票有交易的地方。最后，中央政府出面要求地方政府将市场冷却下来。对市场的限制力量最后占据了上风，导致了 1990 年年末股市的崩溃。即便如此，投资者还是上了一课，学到了股票可以升值。但是北京也学到了一个教训：股票交易可以引发社会动荡。开设正规股票交易所的决定就是在 1990 年 6 月股市尚在热炒之中的时候作出的，深圳和上海的交易所同一年后期都陆续开张。



## 国有企业公司化改革

当然中央大可以一声令下禁止任何股票交易和相关活动,但是它并没有这么做,之所以没这么做的理由可以在对国企糟糕表现的相关政策讨论中找到。尽管 1980 年代,政府对于国有企业在资源上和政策方面都有十分慷慨的支持,但是新兴的民营经济让这些国有经济部门相形见绌。

私有行业的年增长率超过了 16%,国有部门则只有 7%(见表 6-2)。最终,经过十年的时间,私有部门将其对工业产出中的比重从 22%增加到超过 43%。对于政府来说,当时无法接受,实际上,即使到了今天仍然有人无法接受。政府基于希望国有经济仍然占据主导地位的愿望,在 1980 年代后期,极其渴望找到有效的方法来加强国有经济部门,至少改善国有企业经营状况。

表 6-2 工业产值所有制结构占比

	国有企业	非国有经济合计	集体制	个体	其他
1978	77.6%	22.4%	22.4%	0.0%	0.0%
1980	76.0	24.0	23.5	0.0	0.5
1985	64.9	35.1	32.1	1.8	1.2
1990	54.6	45.4	35.6	5.4	4.4
1991	56.2	43.8	33.0	4.8	6.0

资料来源:《中国统计年鉴》

从 1985 年开始,国家经济体制改革委员会的工作人员和一群研究生,开始针对工业领域涉及国家计划和国有产权方面的问题提出专家建议。他们中包括:曾经担任建设银行行长的现任证监会主席郭树清,现任中投董事长

的楼继伟，现任人民银行行长的周小川，现任中国国际金融有限公司董事长的李剑阁，经济学家吴敬琏，这些人现在仍然继续为中国的市场化改革做着贡献。在这些人工作的基础上，再加上从纽约回来的高西庆（现在中投的总经理），王波明（《财经》杂志的创始人和总编辑）和其他一些人带来的意见，到1988年年底，国务院和国家体改委开始着手一个项目，最终成为了1980年代北京为了国有企业的利益而开始的股份制试点。

1988年12月，在具有历史意义的西直门酒店会议中心里，关于中国未来股市的框架被大体设定。讨论紧紧围绕了如何改善国有企业的经营表现，而会议的提议也都只和国有企业有关。会议报告中，提出开展所谓“股份制试点”的前提条件有：（1）避免私有化；（2）防止国有资产流失；（3）确保国有制经济的基础地位。在这些目标都可以实现的前提下，会议作出的结论是，有限股份形式的新型公司之所以有吸引力有两个原因：第一，有限股份的公司结构可以解决政府在企业管理中的干涉过度问题；第二，如果管理适当，将少数股份出售可以为公司筹集到国家预算和人民银行通过发行货币以外的其他资本来源。

由国家体改委准备的会议提案并没有在1989年获得国务院的批准，可是一年以后，向往富裕生活的人们引发的社会动荡使得改革者的建议被重新列入了议程。北京将股票交易所看成是把场外的市场关闭之后搬到四面有墙限制的场所里面这么一种方式。1990年5月，国务院批准了体改委起草并经过修改的提议，这份提议包括了：（1）不允许个人股东；投资其他企业的资本必须仍然是企业资本；（2）不能将企业的股票出售给企业的员工；（3）柜台交易的发展仅仅限于上海和深圳；（4）暂停新股上市。6月2日，仅仅一个月以后，国务院同意了正式建立两大证券交易所。

因此1990年12月成立的上海股票交易所和1991年7月成立的深圳股票交易所是具有象征意义的历史事件——不过并非因为通常所说的原因。外部的观察家们往往将其视为中国摆脱阴影、拾起改革的火把，开始勇敢地向着一个新的目标前进，而实际上，交易所的建立只是给免费的私有资本市场关上了大门而已。取代这个市场的交易所以及整个试点都只是为了一个

目的——支持国有企业的发展。中国从中收获的确实具有历史意义,但并非当初所预期的那样。

## 股市给了中国什么?

如果不是 1992 年的两个事件,这个以国家为中心的股票市场可能不会最终形成,中国也可能朝着另外一个方向发展。首先,邓小平在 1992 年初肯定了股票市场的价值,这给全国带来了第一个股票市场的繁荣。邓小平给了支持这项试验的人们一道政治庇护,可以说是这个非常关键的政治决定促使中国成为今天我们所看到的样子。然而朱镕基,作为当时分管银行和金融的副总理,也对中国未来的发展做出了重大的贡献,这体现在他主张为中国的国有企业开放国际市场和获得充足的资本。第一个决定促成了中国第一个真正意义上的国家资本市场;第二个决定则引进了新的概念和金融技术帮助打造“国家队”。这些决定结合在一起,赋予了北京前所未有的金融权力大集中,改变了旧的政府体制。

## 全国性金融市场和地方

1979 年的中央政府到底拥有什么? 答案有两个: 拥有一切; 什么都没有。某种意义上说,它拥有全部的经济总量,官方估计的当年国民生产总值为 4 062 亿人民币(约合 2 610 亿美元)。但是综观中国的工业布局,很难找出几家拥有规模经济的企业,当时可以用来投资的金融资源也十分有限。贯穿整个 1980 年代,无论是国家预算还是银行系统都无法为国家计划内被列为关键性投资的 22 个主要工业项目提供充足的资金支持。由国家供给的资本出现短缺,自然别的供给渠道就涌现出来了。

除了国家财政预算之外,银行是资本的主要提供者,可是银行的能力很有限。以北京为中心的线性行政阶层为组织框架,省级分行在体系中的地

位十分关键,各省分行之间相对独立。由于局限在一省,省分行的存款基础受到地域的限制,除了依赖从1986年以来发展十分缓慢的银行间市场和中央预算的补助,就只有依靠省内的各级政府、零售商和国有企业的存款。在中央政府一级,税收渠道也很有限,更缺乏金融技术来帮助其通过债券的方式筹措大量的资金。运转正常的债券市场并不存在,也不允许存在。

我们这里要说的就是这22个关键工业项目中的一个,江苏省的仪征化纤项目。这个项目在1980年非常出名,当时这个项目的支持者纺织工业部向中信集团要求贷款,因为当时无论是银行还是财政部都无法提供这笔资金。荣毅仁领导下的中信集团建议通过在日本发行国际债券来筹措100亿日圆的资金(约合5000万美元)。这个主张被很多人认为是荒谬的,在项目融资上依靠资本主义国家是可耻的,更别提这个资本主义国家是曾经侵略过中国的日本了,由此引起的一场风波在整整一年之后才平息下来,因为人们都发现在中国实在找不到别的资金来源,国务院批准了债券的发行,最后在1981年得以成功实施。这次事件中,问题的核心其实在于这么一个关键性的项目,而且金额要求并不是很大,国内尚且无法满足需求。仪征化纤后来成为1993年朱镕基指定的在海外上市的9个候选公司之一。

数年之后,财政部才有能力出售数量有限的“特殊”债券来给类似的工业项目提供融资。比如说,1987年,财政部为5个从事提炼项目的央企提供了15亿美元的资金,1988年,又为7家钢铁企业提供了约合10亿美元的资金。当然,对于这些资本密集型的行业来说,所提供的资金相当有限。在革命胜利后的30年,中央政府依然缺乏足够的力量来筹措如此庞大的资金,对当代中国来说并不稀奇。鉴于此,一位学者提出了一个让人信服的观点,他认为:历史上中国没有能够将小规模制造业发展壮大成规模经济,主要原因之一是缺乏一个国内的资本市场,以及缺乏调动大笔资金的能力<sup>①</sup>。

---

① [英]科大卫(David Faure):《中国和资本主义:现代中国商业企业的历史》,香港大学出版社,2006年版。

了解了资本匮乏的背景,我们就很容易理解,尽管在意识形态上存在不同认识,1980年代早期的地方政府对股市的概念还是很感兴趣的。朱镕基在1988年就任上海市市长的时候,对财政的枯竭所采取的举措是意义深远的,他迅速成为推动正规股票交易所的政治领袖。但是如同银行体系一样,上海和深圳交易所在建立初期还是受到地区性的限制,只接受当地的公司上市,投资者也只是当地的散户。但这一状况很快得到改变,到1994年,两大交易所都面向全国的企业和投资者,这使得地方政府在银行和税收之外多了新的渠道可以获得更多的资本。尽管按照国际标准来看,1996年在上海上市排名前十的企业的规模还算很小,可是比起他们各自的前身来看,都要大很多,三年后,规模更大(见表6-3)。值得注意的是(本章后面还会讨论),2009年排在前十的公司都是金融和石油企业。

表6-3 上海证交所排名前十上市公司:过去和现在

单位:十亿美元

	1996年12月	市值	1999年12月	市值	2009年11月	市值
1	上海石化	3.6*	上海浦发	7.2	中石油	319.5*
2	陆家嘴金融贸易区	3.0	四川长虹	3.4	工商银行	192.3*
3	申能股份	2.5	申能股份	2.4	中石化	124.6*
4	四川长虹	2.2	陆家嘴金融贸易区	2.2	中国银行	107.3*
5	马鞍山钢铁	2.0*	上海石化	2.1*	中国人寿	93.3*
6	仪征化纤	1.4*	东方明珠	1.8	中国神华集团	85.6*
7	外高桥免税区	0.9	上汽	1.6	平安保险	39.8*
8	上海原水	0.8	虹桥机场	1.6	招商银行	39.7*
9	东方明珠	0.8	中国东方航空	1.6*	交通银行	32.2*
10	东方通信	0.7	仪征化纤	1.5*	上海浦发	28.5
	<b>总市值</b>	<b>17.9</b>		<b>25.4</b>		<b>1 062.8</b>

注:市值计算采用国内市场的惯例,即包括所有的国内公司的股票,却不包括海外上市的股份;  
\*表示存在海外:中国香港或者纽约上市的情况。

资料来源:上海证券交易所和Wind资讯

以上提到的这些公司算是比较例外，国内交易所上市的企业绝大多数的规模都很小，市值通常在 5 亿美元以下。在初级市场上也是如此，A 股上市的规模在整个 1990 年代都很小。由于交易所直到 1992 年才正式开始运行，要指望中国的市场一夜间甚至是十年内就达到饱和并不现实。尽管如此，要不是朱镕基最后允许中国公司在海外上市，中国的国内市场还将保持如此的小打小闹更长时间。

朱镕基的这个决定使得中国香港交易所从 1993 年一个地区性的小交易所陡然间成为 21 世纪全球性的巨人。从 1993 年自豪地为本土企业成功筹措到 1 亿美元开始，十年间，在朱镕基的决定推动下，中国香港交易所为中国的国有企业融资数十亿美元。朱镕基通过批准九家 H 股企业的上市，彻底改变了中国香港的地位。他所倡导的国际化也造就了 2009 年排名前十的公司的巨额融资和市值。在这些公司里，有九家在中国香港或者纽约上市。在 1993 年到 2009 年间，中国的国有企业从国际市场上一共融得资金 2 620 亿美元，使 2000 年成为具有重要转折意义的一年（见表 6-4）。中国和其公司有史以来第一次可以通过金融技术和市场来获取可观的资金。他们把这些技术最后都带回了上海。

表 6-4 按上市种类划分的平均上市规模

美元：百万	中国香港上市		大陆上市		
	H 股	红筹股	上海/深圳	中小企业板	创业板
1993	176	31	20	—	—
1994	160	33	16	—	—
1955	260	203	11	—	—
1996	147	74	14	—	—
1997	276	508	36	—	—
1998	134	9	46	—	—
1999	183	51	61	—	—

续 表

美元：百万	中国香港上市		大陆上市		
	H 股	红筹股	上海/深圳	中小企业板	创业板
2000	1 659	1 885	75	—	—
2001	179	773	94	—	—
2002	433	2 686	88	—	—
2003	426	191	85	—	—
2004	572	468	56	29	—
2005	1 966	33	118	30	—
2006	2 072	178	1 160	40	—
2007	1 066	909	2 372	54	—
2008	634	0	1 864	62	—
2009	2 454	517	2 036	115	83
2010	2 545	202	1 064	151	125
2011	1 452	758	365	148	100

注：(1) 价值以当年年底汇率折算成美元；(2) 不包括中国香港创业板；(3) 2011 年数据到 9 月 30 日为止。

资料来源：Wind 资讯和中国香港交易所

## 中国电信：高盛完成的“上帝的杰作”

中国是如何在短短的十年里，将这些连银行也不愿意多看一眼的众多小型公司，发展成在纽约能够成功募集数十亿美元的公司的呢？如果说这其中有个简单的原因的话，那么这个原因就是国际上这些基金经理们对中国经济所保持的那份热情，他们也愿意为之投下巨资。他们无论是在对待 1992 年小规模（当时濒临破产的）的 8 000 万美元的华晨上市，还是对待 1997 年中国电信 45 亿美元的上市，响应都是同样的狂热，但是两个公司的规模和所涉及的金额不可同日而语。国际市场将中国公司推到世界级的投

资银行家、律师和会计师面前，然后利用他们的法律和金融特长，把公司金融、法律和会计概念以及处理手段等这些构成国际金融市场的基本要素统统拿来为中国的国有企业改革服务。至于这些野心勃勃、充满激情的投资银行家和律师们，在同各层次的政府官员打交道的时候是如何改变了中国的经济和政治的行进轨迹，已经超出了本书的范畴。

这样的技术转移极大地增强了中央政府对融资过程的掌控能力，但是奇怪的是，公司强大之后却反而削弱了政府的力量。1993年，在中国上市热开始之际，中央政府只是众多拥有可以获得海外上市资格的公司的政府实体中的一个。这个过程需要新成立的证券监督委员会的行政审批。这个面对各种关系的机构，审查所有地方政府和中央部委关于上市的申请，然后生成一张候选名单，再由国外投资银行进行上市竞标（见表6-5）。

表 6-5 海外上市候选企业所属

	1993年 10月 第一批	1994年 1月 第二批	1994年 9月特别 的7家	1996年 12月 第四批	1999年 12月 第五批	总计	完成	完成 占比
中央	3	10	1	9	0	23	15	65.22%
地方	6	12	6	30	9	63	32	50.79%

资料来源：证券监督委员会和原书作者的笔记

早期的一批公司包括了当时中国最好的企业（举例来说，一汽、青岛啤酒和鲁能）。除了青岛啤酒之外，其他公司在国际上都没什么名气。真相是，在中国国门以外并没有人听说这些公司，了解这些公司都生产什么或者他们都坐落在哪里：中国的国有企业对于世界范围内的投资银行来说还是块未开垦的处女地。有谁听过北人印刷、东风汽车或者攀枝花钢铁呢？除了这些公司并不为大家熟悉之外，他们的数量也不多。等到第四批、第五批的时候，省政府手里已经没有可以申请的企业了，能够符合国际资本市场融资标准所必须达到的经济规模和效益水平的企业少之又少。第四批公司里



包括了很多高速公路和其他所谓的基础建设公司，而第五批企业里则加入了农田。即便是华尔街的银行家们也很难找到什么方法可以让根本就没有产出的农田上市。

背后的真相是，好的上市候选企业太少。中央政府控制的企业从1979年以来获得了最好的金融和政策的支持，因此在上市的完成率方面表现较好。即便如此，1993年至1999年，他们只占了全部86家候选公司的三分之一而已。即便有最好的金融规划和最热情的国际基金经理，能够符合条件的公司也是少之又少，仅仅有51%的候选公司最后得以在海外上市。到1996年为止，中国试图利用股票市场上市来推动国企改革似乎走到了尽头。恰恰在这个节骨眼上，中国电信开始酝酿上市了（现在称为中国移动）。

1997年10月，尽管正处于亚洲金融危机，中国移动（香港）还是完成了其在纽约和香港的同时上市，共融资45亿美元，这个数字相当于之前在海外上市的47家公司的平均规模的25倍。如此庞大的资金让每个人都加以关注：仅仅就承销佣金一项就达2亿美元。如果中国真的和前面讲的海外和国内上市所表现出来遍地是小公司的话，那么中国电信这么大的公司是从哪里来的呢？答案很简单，却有复杂的成分：中国移动是将各省拥有和运营的行业资产相对集中到所谓的“国家级选手”手里。这次的集中让北京意识到工业部门的地域性分割是可以被改变的，依靠在国际市场上融得的大笔资金，北京可以打造拥有全国性市场的强大公司。

要把传统国有企业中比较强的部分整合出一个新的公司，必须有法律理念和国际金融中的金融框架，而公司法则是所有现代公司和资本主义体制的基础。事实上，虽然融资获得的资本可以帮助建设一个现代化的中国，其实最重要的还是可以把所有权和控制权都集中到中央政府手里的组织理念。

在缺乏新的上市候选企业和美国持续进行的技术革命的背景下，高盛非常积极地说服北京采取一种非常简单但是却很有效的手段来打造真正意义上的全国性的通信公司。高盛认为这样的—一个公司可以筹措到足够的资

本将其自身发展成为全球性的通信技术公司。这样的建议其实早在1997年年初就被投资银行家们广泛地用在红筹公司身上。与其发展单一城市政府拥有的控股公司来拥有啤酒厂、冰激凌生产厂、汽车公司，或者像北京中国长城八达岭段企业。

为什么不将省级通信实体收购整合成一个由中央政府拥有的单一公司呢？由于在中国，中央和地方之间存在明显的矛盾，这个收购整合行为需要当时任邮政通信部部长的吴基传以很强的政治意愿和权力作为保障。这还需要中央政府的支持，政府要能够意识到经济的规模效应是增强其国际竞争力的重要组成部分，政府也需要适应在西方的法律体系下股东利益（至少自己的利益）所应该受到保障。中国移动非常成功地上市也催生了一连串其他轰动一时的交易，这些都把北京置于世界资本市场的中心。如果只有一个原因可以解释为什么世界为中国的经济奇迹而感到惊讶的话，那么这个原因就是投资银行的功劳造就了这样的表象，可以使得少数的股票卖出高价，国家则从中获利颇丰。中国移动的这一单交易只是朝着这个方向所迈开的第一大步。

这个历史性的45亿美元的上市是如何完成的，图6-2可得到展示。简单地说，由邮电部成立了一批壳公司，其中最重要的就是中国移动香港。正是中国移动香港这个公司将股票出售给国际投资者，在中国香港和纽约上市，并且用筹措的资本和银行贷款从其母公司手中收购中国移动（英属维京群岛）有限公司，这个在六个省拥有业务的电信公司。

这桩交易的关键点在于由附属企业进行融资从其母公司手中购买某些资产，这个融资的假设是附属企业已经获得母公司的资产，俨然像一个已经存在的公司那样以未来整体的现金流为融资的基础。这就是奇妙的地方。这些省政府手中的资产，从上市的角度来说，其价值是建立在这样的假设基础之上的，首先建立一个名义上的全国性的公司，以世界范围内其他已经存在的全国性电信公司的财务指标作为参照，然后将这些各省的电信资产作为名义上的统一的公司的一部分来预测其未来的盈利能力。换句话说，对其价值的预测是建立在一个假设基础之上，这个假设就是建立在中国移动

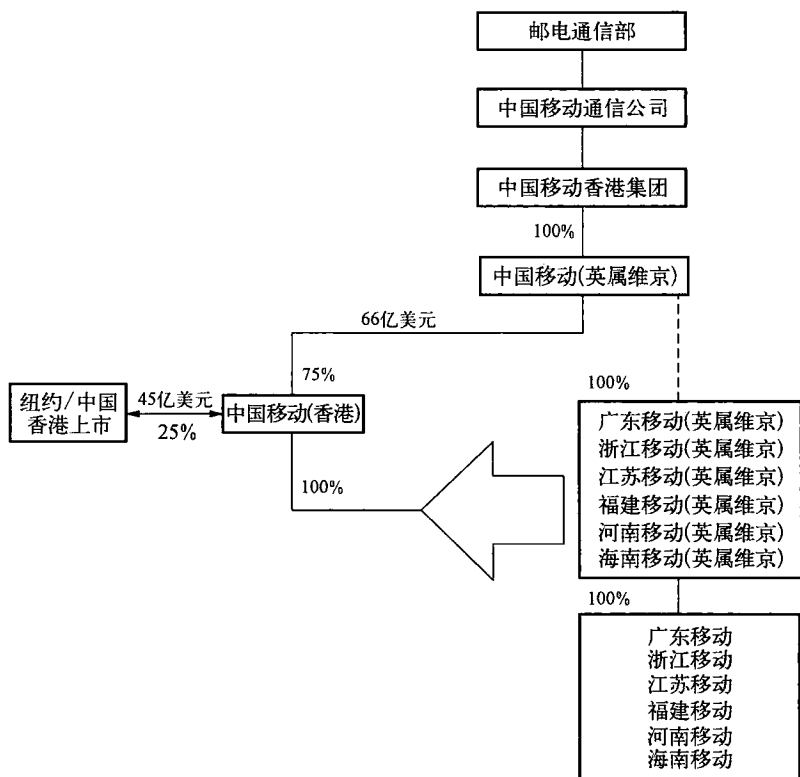


图 6-2 中国移动 1997 年上市结构

香港公司已经是可以和其他国际电信公司相比较的单一公司的基础之上。这个假设在中国真的只是假设,因为事实上,在上市之前,中国移动香港仅仅是在高盛的计算表格上存在的一个空壳的控股公司。是因为上市融得的资本才使这个空壳公司有了能力购买那六个各自独立运行的省级电信公司,这个时候他们既还没有被收购,更不是附属企业。因此即便在这个时候,可以说中国移动仍然仅仅是个拥有真实银行账户的“账面”公司。

这样的—个上市过程和通常的情况有所不同,通常的情况下,这个公司已经存在,拥有实际的管理团队,并且拥有一个以扩张为目的的战略计划。与其说这是中国移动在上市,不如说是电信部在上市更为贴切。但是国际

投资者们不在乎，两年后，中国移动再次用相似的手法以换股和发行新股的方式再度融资 328 亿美元，其中换股 102 亿美元，新股发行 226 亿美元。这次的融资是为了从电信部手里继续收购另外七个省份的电信资产。经过这两次的交易，中国移动重组了电信部在中国 13 个人口稠密大省的电信业务，以公司的形式代替了原来的政府机构。至于这 370 亿美元资金在支付给中国移动英属维京群岛有限公司之后去向哪里就不得而知了，因为这个公司成为了所谓的私人股权公司，并不需要公开其财务报表。

这次交易的意义一直延续到十年后的今天。首先，如同最初的 86 家 H 股公司那样，政府完全可以将每个省的电信部门组成公司，然后将每一个单独上市。这很显然可以带来很可观的地方利益，而且最后会有大量的地方性公司的存在。然而，每家这样的公司所能募集到的资金加在一起和中国移动募集到的相比之下要少很多，而且也不是每一家地方性电信公司都可以发展出覆盖全国的网络。更重要的是，新的结构在概念上也使得全行业可以得以整合，更有可能打造出具有规模效应，可以适应全球竞争需要的公司。今天，中国移动是世界上最大的移动电话运营商，拥有 3 亿以上的用户，所拥有的网络也是发达国家运营商所羡慕不已的。

其次，同样重要的是，通过这次交易所获得的资金是系统外的资金，并非通过国家财政预算，银行或者国内股票市场的再周转来的。

再次，这个结构的出现也使得今后可以通过注入更多省级电信资产来获得更多的融资。对这些资产的估值在中国纯粹是靠谈判技能、投资银行灵活变通的估值方式和国际资本市场的需求来决定的。就以 2000 年的收购为例，外国投资者基于对中国移动香港未来收益和现金流的预测而支付了 40 到 101 倍的溢价。这实际就是空手套白狼！

第四，新获得的资本毫无疑问的，最终被支付给了中国移动的中方母公司，中国移动通信公司，给予了后者除了预算和银行贷款外的大笔新资金。更为重要的是，对资产的重组，将之前各省利用中央和地方财政对各省通信系统的投入经过上市货币化了，而且所获得的回报超过原来投入的数倍。

拥有立刻使用这么一大笔资金的能力,也使中国移动成为一股在政治和经济上都很强大的力量。

为什么在外国投资给中国带来更多财富而中国也显得越来越无所不能的时候,北京却并不是很积极地接受这些西方的金融技术呢?在接下来的几年里,中国的国家队被迅速地创造出来(见表6-6)。同样的手段被用来重组和再资本化中国的主要银行,如前所述。不用说,这份名单仅仅包括了那些中央政府直接控制的企业:北京永远把好的留给自己。

表6-6 国家队:1997—2006年的海外上市 单位:十亿美元

公司	行业	牵头承销人	上市日期	上市融资规模 (美元: 10亿)
中国移动*	通信/移动	高盛	1997年10月23日	4.5
中石油	石油天然气	高盛	2000年7月7日	2.9
中国联通*	通信/移动	摩根士丹利	2000年6月22日	5.1
中石化*	石油天然气	摩根士丹利	2000年10月19日	3.3
中海油*	石油天然气	美林/瑞信	2001年2月28日	1.4
中国铝业*	矿产冶炼	摩根士丹利	2001年12月12日	0.5
中国电信*	通信/固定电话	摩根士丹利/美林	2002年11月8日	1.4
中国人寿	保险	花旗/瑞信/德意志银行	2003年12月18日	3.4
中安保险	保险	高盛/汇丰/摩根士丹利	2004年6月24日	1.8
国航*	航空公司	美林	2005年6月15日	1.2
神华集团*	能源电力	德意志银行/美林	2005年6月15日	3.3
交通银行	银行	高盛/汇丰	2005年6月23日	2.2
建设银行	银行	瑞信/摩根士丹利	2005年10月27日	9.2
中国银行	银行	高盛/瑞银	2006年6月1日	11.1
工商银行	银行	美林/瑞信/德意志银行	2006年10月21日	21.9
<b>募集资金总计</b>				<b>73.2</b>

注:\*代表总公司的董事长是国管干部。

资料来源:Wind资讯

如果没有国际尤其是美国的投资银行家，这一切几乎不可能发生。从1997年至2006年，一小部分国际上的法律和会计方面的银行家和专业人士在打造这些新公司的过程中发挥了主要的作用。这些公司所处的行业要么存在地区性分割，缺乏经济规模，要么对于属于这些公司里一员的银行来说，甚至公开承认破产。投资银行用他们的声誉做担保，将这些公司推向全球资本市场，将其介绍给基金经理，养老金和无数机构投资者。在遍布全球的销售商、行业分析师、股票分析师和经济学家的帮助下，这些投资银行成功地帮中国推销这些公司。很多时候，投资者也异常踊跃：因为这些国际投资者第一次有了机会可以参与投资中国国家经济增长奇迹所依赖的真正引擎了。

简单来说，国际金融、法律和会计方面的制度推动并缔造了中国风光十足的“国家队”。甚至更重要的是，他们的专业和技能将北京第一次放在了驾驶员的座位上，所掌控的则是中国经济中的一块战略要地：中央政府所拥有的“国家队”。

## 第七章 “国家队”与中国政府

我国社会中目前存在的种种权贵资本主义现象，究其根源，就在于不受约束的权力对于经济活动的干预和对于经济资源的支配，旧路线和旧体制的支持者要求加强国有企业的垄断地位，加强政府及其官员不受约束的“专政”权力。

——吴敬琏 2009年9月28日《财经》

毫无疑问，中国政府最初的政策目标是打造出一支可以在全球范围内参与竞争的顶尖级企业“国家队”。然而，这支依靠国家政策而被打造出来的“国家队”，从一出生就带有明显的政治优势而不仅仅是经济优势，最终也导致这些带有垄断优势的企业得以影响政府的政策制定。与此同时，在中国的这些银行的协助下，一个又一个“国手级企业”被缔造出来，一度让人以为这些“巨头”大有取代政府影响的可能。1998年，中央政府各部、委实行机构改革，不仅缩减了超过50%的人员编制，也撤销了带有明显计划经济痕迹的各工业部委。这些部委包括了：煤炭工业部，机械工业部，冶金工业部，石油工业部，化工部和电力工业部。在这些部被撤销之后，中央又相应地成立了国家局，仍然监管在各自管辖范围内新组建的企业。这些新的国家局以及他们管辖范围的新企业都由国家经济贸易委员会（国家经贸委）这个机构

进行管理<sup>①</sup>，而该机构在不久的将来也被撤销，其部分职能则被并入另一个新的机构。

部委被撤销之后，国家经贸委也重新组建，但是那些新组建的企业则得以保留。紧接着，在2004年，国有资产监督管理委员会成立，以明确国有企业的所有权。国有资产监督管理委员会是国务院直属机构，代表国家履行出资人责任。但是这个委员会并没有发挥其预想中的作用，很大程度上是因为这个机构的建立是依据前苏联模式，根据自上而下的组织原则进行管理。而21世纪的中国企业因为股票市场的长足发展，早已经将西方市场概念下的企业所有权概念发展得更为深入人心，几乎达到取代国家所有权的地步了。为了更好地阐述这一点，我们将会把这个委员会与其管理的下属央企之间的关系和中央汇金对中国主要金融机构的投资方式做个比较。

## 1998年机构改革

经历机构改革之后诞生的新的国家局，较之以前的部、委人员大幅度减少，并且这些局的领导失去了部长的级别，而其管辖范围内的企业，很多董事长或者总经理在加入这些新组建企业之前原来都是在同一部委工作，还大多曾担任现在这些局领导的上级，因此要指望这些局领导对管辖范围内的企业问责并不可能，因为他们并不具备这种资历。换句话说，通过撤销各工业部委而同时打造这些国家级顶尖企业的努力，最终只是让这些大部委摇身一变成了西方概念下的企业组织，而企业里的人员也只是从原部委里的人员摇身一变。因此，并没有改变这种企业的实质，也许那时不具备条件推动改变。

不过这里有一个例外值得注意，那就是四大国有商业银行，虽然经历了

---

① 国家发改的前身是国家计委，于1952年成立。国家计委在1998年更名为国家发展计划委员会。在2003年和国务院经济体制改革办公室和国家经贸委的部分职能合并之后，更名为国家发展和改革委员会（国家发改委）。



各种各样的变革,这四家银行却仍然是副部级单位。一个机构在国家组织架构中的地位是由该机构最高领导人的地位所决定的,而这些银行的最高领导人的行政级别都是副部级,出现这个例外显然是有原因的:多少包含了“银行不仅隶属国务院,同时也服务于其他央企”的意味。银行在前苏联式的计划经济时代对经济只是起一个金融推动的作用,而经济发展的主要动力来自其他非金融企业。从这一点来说,四大银行改革前和改革后并无太大差别。

虽然工作地点从部委变成了央企,但是这些前部委的官员们依然保留着他们在党内的职位。有关材料表明,在这些划归国有资产监督管理委员会管辖的100多家央企中,有54家企业的董事长和总经理享受部长级待遇,并由中央组织部直接任命<sup>①</sup>。这些企业领导的级别和省长及国务院下属的其他中央各部的部长相当,有很多甚至还在中国共产党中央委员会中担任委员或者候补委员(见表7-1)。试想一下,当中石油的总经理向一家中国的大银行要求发放贷款的时候,这家银行的总经理会怎么做?他恐怕只能说:“承蒙您的关照,您只管说想借多少,借多长时间就是了。”

表 7-1 国家队:其在中共中央委员会中的代表

所属公司	领导人名	候补委员	委员
中国核工业集团	康日新		●
中国航天科技集团	马兴瑞	●	
中国航天科工集团	刘石泉	●	
中国航空工业集团	林左鸣	●	
中国船舶重工集团公司	李长印	●	
中国北方工业集团	张国清	●	

<sup>①</sup> 柏思德(Kjeld Erik Brodsgaard):未发表手稿,2010年4月。

续 表

所属公司	领导人名	候补委员	委员
中石油	蒋洁敏	●	
中石化	苏树林	●	
国家电网	刘振亚	●	
中国电信	王晓初	●	
鞍钢集团	张晓刚	●	
宝钢集团	徐乐江	●	
中国铝业	肖亚庆	●	
中国商用飞机有限责任公司	张庆伟		●
中国铁道建设总公司	石大华	●	
中投	楼继伟	●	
中石油大庆油田	王玉普	●	
太原钢铁集团有限公司	陈川平	●	
海尔集团	张瑞敏	●	
合计		17	2

资料来源：柏思德(Kjeld Erik Brodsgaard)，未发表手稿，2010年4月（原书使用的是中共十八大以前的资料——译者注）

那么这种由党来任命企业领导的制度，对这些央企的管理上级国有资产监督管理委员会又会产生什么影响呢？国有资产监督管理委员会是在2003年由国务院批准建立的，其前身是国家经贸委，是由在此之前其他负责监管这些央企的委员会和国家局整合而成的。这个机构的性质只是事业单位，而不是一个政府机构，因为要建立一个拥有如此大权力的政府机构，必须通过人民代表大会这个国家最高权力机关的审议和批准。当时有很多观点认为只有人民代表大会才是这些国有资产的合法拥有人，这些观点声称：人民代表大会，根据宪法的规定，是可以代表全体人民的唯一合法代表，因此人民代表大会比国务院更适合负责组建这个委员会。但是，成立国有资

产监督管理委员会这一行动被加快实施,最后在人民代表大会 2003 年 3 月召开之前,这个委员会就已经成立了。

委员会成立时,关于新委员会的规格是经过慎重考虑的。一度,这个新委员会被设想成拥有与大企工委相当的规格。大企工委是国有资产监督管理委员会的两大组成部分之一,是由副总理级别的党员干部担任领导。另一个可以借鉴的规格是国家经贸委,由部长级别的干部担任领导。最终后一种方案被采纳了,而正是这个选择,使新委员会的监督管理权力从诞生之初就已经大大削弱了。理由很简单,为什么一个中央直属的企业要接受一个类似于非政府组织的机构管理监督呢,更何况这个非政府组织的机构的领导还只是个部长级别?如果是副总理,情况可能就大不一样。

尽管如此,国有资产监督管理委员会还是被国务院赋予了几项极其关键的任务:一,代表国家履行出资人职责,监管这些被称为“社会主义支柱”的央企;二,开展央企高层领导的人事工作;三,决定如何把央企上交的红利进行投资。在这三项主要任务中的具体执行过程中,这个委员会都遇到了不小的麻烦,不仅仅是因为其本身非政府机构的性质,还在于其规格和其承担的责任并不相符。

首先,国有资产监督管理委员会并非这些央企的“合法”的出资人(见图 7-1)。之前的那些各工业部委可以这么说,是因为他们是政府部门中的一员,因此监督其下属企业的投资活动完全合理。而在这些企业的战略资产被剥离原企业上市成为“国手级企业”后,原企业没剥离的部分便成了事实上的对这些“国手级企业”的实际出资人。相比之下,国有资产监督管理委员会只不过是部委被撤销之后所“添加”的一个监管机构而已。其次,虽然这个委员会拥有任免央企副总经理和首席财务官等职务的权力,企业的最高领导人却仍然由中组部任命。在这样的情况下,即便这个委员会是政府部门,也无法对由中组部任命的企业高层采取任何措施。要知道,这些企业的最高领导人们并不向任何政府的部长按照政府的架构负责,而是按照党的组织结构进行层层负责。

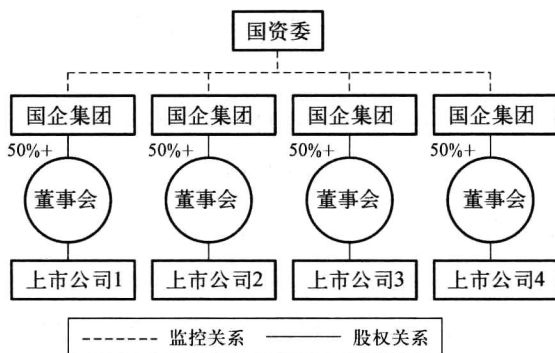


图 7-1 国资委对“国家队”的所有权结构和监控关系

最后，一个可以证明该委员会相对脆弱的地位的例子是，虽然该委员会竭力争取，被该委员会——这个所谓的“出资人”——监管的央企们，从来没有向该委员会或者财政部上交大量的企业红利。即使是度过了三年“红利豁免”的试运行期，2007 年以后，红利的金额也只是在税后收入的 5% 至 10% 之间，并且这些上交的红利也全部被再投入到与这些央企相关的项目中去。这些央企的利润相当庞大，尤其是最近几年，几乎占到了中国年度预算开支的 20% (见图 7-2)。这些资金完全可以被更好地运用到其他方面，

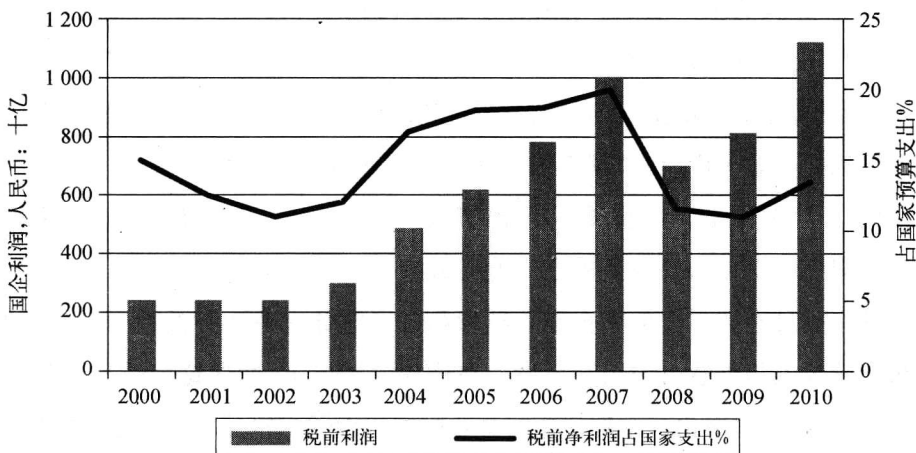


图 7-2 央企利润占国家财政预算支出的比例 单位：十亿元(人民币)

资料来源：《21 世纪经济报道》，2010 年 8 月 9 日，11；2011 年《中国统计年鉴》

比如填补财政赤字。可是,因为这些企业的特殊政治和经济地位,加上有一些“幼稚”的观点认为这些企业继续承担着国家社会福利的义务负担,这些“国手级企业”依然可以保留他们绝大部分的利润不用上交。

国有资产监督管理委员会的整体权责规划都明显带有前苏联时代部委系统的特征,而这一系统在1998年被丢弃了。在那个系统中,国有企业直接对其相应的上级部委负责,被部委归口管理;贯穿其中的党组织架构就类似于人的神经中枢。部委对企业是全面管理的,涵盖了从投资决策,人事决策,到资本和资产的处置决策等。当部委被撤销之后,这个关系链就断了。虽然很多人设想,有了国有资产监督管理委员会之后,运行机制应该和过去有部委的时候类似,可是国有资产监督管理委员会还是不能取代这些部委的功能。这个委员会最多也就相当于国务院下的一个执行状况检查部门。前苏联的模式在21世纪的中国恐怕再也行不通了。

### 国资委模式和汇金模式的比较：谁拥有谁？

人民银行在创建中央汇金公司的模式的时候,是故意采取了有别于国有资产监督管理委员会的模式,并且充分吸取了国际上通行的企业模式,汇金是个有限责任制的投资公司,而不是任何形式的政府机构。汇金成立的初衷是为了方便中央银行在重组四大国有商业银行的过程中,可以直接向银行注入资本。事实上,汇金向四大银行以外的很多银行也都注入了资本(见表7-2)。2003年年末,汇金向中国建设银行和中国银行总共注入了450亿美元的现金资本,获得了这两家银行近100%的股份。2005年,汇金对中国工商银行注资150亿美元,并获得其50%的股份。

这种直接持股之所以成为可能,离不开之前在第二章中提到的针对“好银行”和“坏银行”的区别对待。对于银行重组来说,资产被剥离剩下的银行实质上既成了“坏银行”,也同时成了“好银行”的出资人。结果,从“好银行”支付的红利收入无一例外地流入了同一银行。把不良资产从一个机构转移

到第三方机构可以避免政府直接持有这些银行的股份。到 2005 年为止，汇金已经凭借其拥有中国建设银行和中国银行的多数股份代表国家控制两家银行的所有权，并且与财政部一起参与持有工商银行、国家开发银行和农业银行以及其他一些金融机构的股份。

表 7-2 “金融国资委”汇金的投资, 2009 财年

机 构	投资日期	金 额	上市前 持股%	上市后 持股%
中国银行	2003 年 12 月 30 日	225 亿美元	100	67.55
建设银行	2003 年 12 月 30 日	225 亿美元	95*	67.97*
建银投资	2004 年 4 月 4 日	25 亿美元	100	NA
中 金	2004 年 9 月 17 日	3.5 亿人民币	43.35	—
工商银行	2005 年 4 月 22 日	150 亿美元	50	35.43
银河证券	2005 年 7 月 14 日	55 亿人民币	100	78.57
申银万国	2005 年 9 月 21 日	40 亿人民币	100	37.23
国泰证券	2005 年 10 月 14 日	25 亿人民币	100	21.28
中国证券	2005 年 11 月 2 日	11 亿人民币	40	NA
中国再保险	2007 年 4 月 11 日	309 亿人民币	84.81	NA
光大银行	2007 年 11 月 30 日	195.9 亿人民币	48.37	NA
国开行	2007 年 12 月 31 日	1 461 亿人民币	48.7	NA
中信建设	2009 年 8 月 31 日	13 亿人民币	70	NA
农业银行	2008 年 10 月 29 日	191 亿美元	50	40.03
新华人寿	2009 年 11 月 19 日	4.46 亿人民币	38.82	NA
光大工业	2010 年 5 月 7 日	44 亿人民币	100	NA

注：\* 包括了建银投资；中国建银成立的目的是为了将那些不包括在上市资产中的资产集中起来。这些资产包括了中金。从 2004 年起，人民银行开始收购倒闭的证券公司，建银手上的一批中小实体后来都被出售给了人民银行；汇金只直接投资于规模较大的。更多信息请参考本书作者的《私有化的中国》，2006 年，第 9 章。

简单来说,即使是在 2007 年之后汇金被中投收购,在 2010 年面临将被如何处置的不确定性,汇金依然拥有合法地位来直接影响被控股银行的决策,这个合法地位就是通过其占绝大多数的股份而获得的股东投票权来体现的。银行的最高领导人仅仅依靠副部级在大股东面前显然并没有什么借口可以推托责任(见图 7-3)。当然,这一切都建立在一个前提的基础上,汇金的合法地位需要获得中央的认可。不过从这些年汇金能够持续运营来看,中央对这种结构和安排还是认可的。

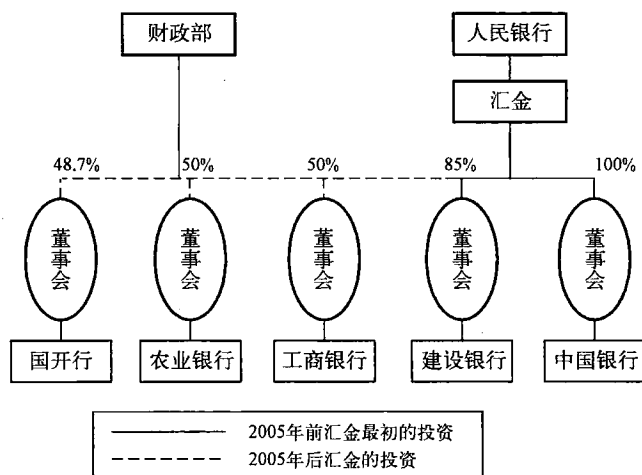


图 7-3 汇金在国有银行上市前的所有权结构和对董事会的控制

## 超大规模投资者和超大上市规模

2001 年年中到 2005 年年中这段时间,中国股市在政府进行股市改革的同时经历了一个“大熊市”。到 2005 年为止,一个可以帮助股市中最主要的利益相关者——国家持股企业能够从大熊市开始前的水平上再度腾飞的解

决方案被找到了<sup>①</sup>。在接下来的18个月，上证股票指数奇迹般地从1000点以下攀升到2006年年底的3000点。其攀升的直接原因就是中国在此期间“入世”的消息以及中外投资者对中国坚持开放的信心。但深层的原因其实是，国内投资者肯定的判断，认为那些大规模的非流通股不会在2008年北京奥运会召开之前进入股票流通市场。没有了这个顾虑，更多的争议在于央企尤其是银行的“境外返回境内上市”现象，即在中国香港上市之后再返回上海证券交易所上市。在这期间，人民币慢慢开始出现升值迹象也是导致股市大涨的另一个原因。

这种种原因，都造就了一个“英雄式的人物”——尚福林，中国证监会主席。尚福林是在2002年走马上任的，在此之前，他曾经担任过中国农业银行行长，是个坚定的保护主义者，在其上任证监会伊始，曾坚定主张不允许这些在境外上市的企业回境内上市。他的目标很明确，就是监督和挽救国内的股票市场和处于崩溃边缘的中国证券行业。他竭尽全力，几乎动用了所有可能的政治和经济手段来振兴市场，可是都没有奏效。2004年后期，周小川的改革团队给他提供了一条行得通的方案。尚福林在这一方案得到肯定之后，立即开始着手实施，这个时候，正是人民币开始对美元升值的时候（见图7-4）。2006年和2007年的牛市加强了上海的政治地位，也掀起了对部分符合条件的外国投资者开放中国股票市场的序幕。

与此同时，三大国有商业银行的重组业已完成，期待已久的上市行动也在中国香港开始紧锣密鼓地展开。建设银行在2005年年底大张旗鼓地发行了H股，而中国银行则在2006年6月在中国香港和上海完成了同步上市，从而重启了国内资本市场的大门，工商银行则在同年的10月在香港和上海完成了同步上市。这一阶段的上市特征可以概括为上市规模巨大。中国银行在上海的上市规模为200亿元人民币，而工商银行则是史无前例的

---

<sup>①</sup> 参阅本书作者所著的《私有化的中国：中国股票市场内幕（第二版）》，新加坡：John Wiley & Sons 出版社，2006年版，第9章和第10章。



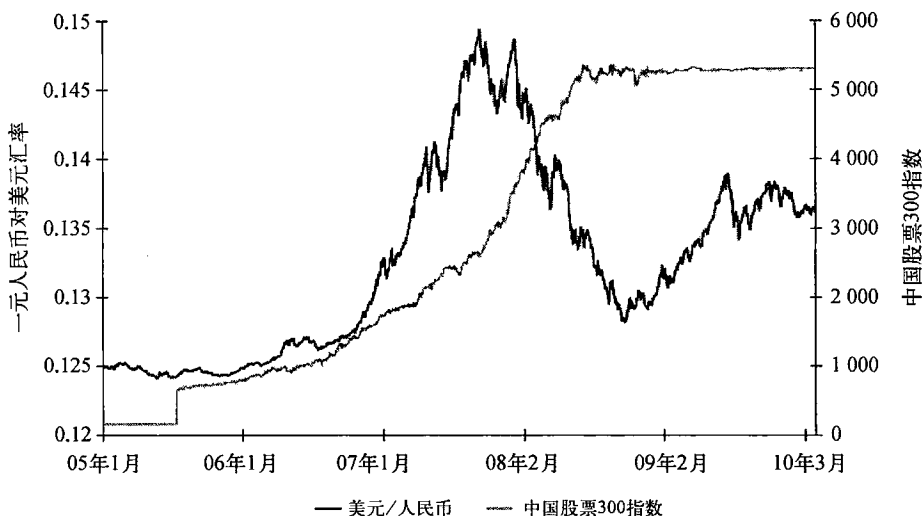


图 7-4 中国股票 300 指数和人民币升值状况, 2005—2010 年

注：中国股票指数是流通股加权平均指数，覆盖了在上海和深圳上市的 A 股企业中前 300 家。

资料来源：Wind 信息

466 亿元人民币。在经历如此低迷的熊市之后，政府为何敢于展开如此规模空前的首次公开募股 (IPO) 呢？因为有这些“国家队”成员的“亲友团”参与帮忙。

在这些超大规模的募股过程中所涌现的战略投资者是个很重要的现象，可以用来解释市场是如何吸纳如此庞大的股份的。在 1999 年股票市场出现类似几乎停滞的情况下，通常意义下的两类投资者，散户和机构投资者面对新股发行，都裹足不前，于是当时的证监会组织了第三类投资者，即战略投资者<sup>①</sup>。战略投资者为什么有兴趣投资呢？1999 年前，所有有意向参与新股发行申购的投资者，无论是散户还是机构投资者，都得递交申请，然后

<sup>①</sup> 当前主要有两类投资者：1) 战略投资者，他们在交易正式对外公布之前参与并且获得了全额的分配比例，但是他们往往有一年的锁定期；2) 在交易对外公布之后再参与的投资者又可以分为两类：A) 一般法人投资者，通常要面临 3 个月的锁定期；B) 线上投资者，包括散户和其他想参加的投资者，这些投资者的资金没有锁定期。对于最后的这类投资者，他们参与的方式是抽签，获得股份的多少要视分配的结果。

参加全国范围内的抽签。与香港的申购抽签不同的是，内地的抽签不确保投资者一定可以获得其申购的股份。在中国，申购者的数量越大，申购者中签的成功率越低。

举例来说，如果一只股票同时有 1 000 个申购者，那么每个申购者能够中签的概率就只有 0.1%。不过，申购者可以增加他的中签率，他需要做的就是其资金能力范围内递交尽可能多的独立申购，然后按每份申购交给经纪人全额的订金。由于这个途径的存在，导致了股市疯狂的过度认购。有的申购者为了确保一个小额的申购可以成功中签，不得不动用相当于整个股票发行规模的资金作为订金。这样的申购体系对资金不多的申购者来说是极为不利的，反之，对那些拥有庞大资金规模的大机构申购者却相当有利，而这些大机构的庞大资金既可以来自自有资金也可以通过银行贷款。

这种申购制度在 1990 年代末经济增长出现停滞和通货膨胀并存的情况下并不是很有效，因此证监会才组织了这样的战略投资者，这些投资者包括了一般意义上中国经济体系中的主要参与者，尤其是上市的央企及其控股集团。这些战略投资者在股票正式发行之前就承诺以发行价格购买一部分股票。虽然他们往往在购得股票后要面临通常一年的锁定期，即在一年内对股票不能做任何处置，但是他们提出认购的股票数量却是得到优先保证的。相比之下，一个一般的申购者，不管是通过线上还是线下申购，不管递交多少份申请，他们能否获得所申购的数量哪怕是一小部分，都是不确定的。

2006 年，股市复苏，沉寂了一年多的新股发行市场面临着来自央企的一波波上市热潮，这些战略投资者又再次被推向浪尖。在 2006 年 6 月至 2007 年 6 月之间上海证券交易所完成的 24 家企业上市中，尽管实际发行股票总量远远小于市场申购需求，战略投资者依然还是成功投资于其中的 14 家（见表 7-3）。譬如，在工商银行巨大规模的新股发行中，23 家战略投资者总共申购并获得了 180 亿人民币的新股（见表 7-4）以确保上市的成功，这 23 家

里就有四大资产管理公司中的两家。所有的这些战略投资者无一例外都是央企。他们的申股要求全部得到了满足,而他们所获得的股份占到了发行总额的 38%。其他投资者,虽然申购的总额为 7 810 亿元人民币,而且这一金额达到了发行总额的 17 倍之多,却在发行首日仅使股价上涨了约 5%,这也显示了初级市场的疲软和这些战略投资者存在的必要性。

表 7-3 2006 年 6 月至 2007 年 6 月以及 2010 年 7 月在上海  
新上市中的战略投资者 单位:百万元(人民币)

股 票	上市日期	首次上市 募得资金 (人民币: 百万)	申购总资金 (人民币: 百万)	超额申 购倍数	战略投资者 获得分配 比例(%)
中国银行	2006 年 7 月 5 日	20 000	670 355	33.5	19.8
大秦铁路	2006 年 8 月 1 日	15 000	552 675	36.9	30.0
国航*	2006 年 8 月 18 日	4 589	44 586	9.7	21.4
北京北辰*	2006 年 10 月 16 日	3 600	242 055	67.2	36.7
工商银行	2006 年 10 月 27 日	46 644	781 031	16.8	38.6
招商局能源 运输公司	2006 年 12 月 1 日	4 452	381 135	84.7	28.8
大唐国际*	2006 年 12 月 20 日	3 340	303 841	91.8	39.4
广深铁路*	2006 年 12 月 22 日	10 332	450 682	43.7	33.9
中国人寿*	2007 年 1 月 9 日	28 320	832 541	29.4	40.0
兴业银行	2007 年 2 月 5 日	15 996	1 163 348	72.7	30.0
平安保险*	2007 年 3 月 1 日	38 870	1 093 573	28.1	30.0
中信银行	2007 年 4 月 27 日	13 351	1 402 178	105.4	22.5
交通银行*	2007 年 5 月 15 日	25 204	1 454 352	57.7	30.0
中国远洋*	2007 年 6 月 26 日	15 127	1 629 048	107.2	30.0
农业银行	2010 年 7 月 15 日	59 591	480 253	8.1	40.0

注: \* 代表从海外返回内地上市。  
资料来源: Wind 资讯和原书作者的计算

表 7-4 工商银行 A 股上市中的战略投资者

单位：十亿元(人民币)

名 称	获得分配的股票价值 (人民币：10 亿)
1 中国人寿集团公司	2.0
2 中国人寿有限责任公司	2.0
3 太平洋保险公司	2.0
4 华融资产管理公司	1.5
5 平安保险	1.1
6 华能集团	1.0
7 广东核电集团	0.9
8 中粮集团	0.8
9 宝钢集团	0.5
10 东风汽车	0.5
11 国家开发投资公司	0.5
12 首都机场	0.5
13 泰康人寿	0.5
14 太平洋人寿	0.5
15 五矿集团	0.5
16 新华人寿	0.5
17 东方资产管理公司	0.5
18 中海油	0.5
19 中国再保险	0.5
20 长江电力股份	0.4
21 机械工业集团公司	0.4
22 中国核工业总公司	0.3
23 华泰财产保险	0.2
<b>合 计</b>	<b>18.0</b>

资料来源：工商银行 2006 年 10 月 17 日公告

随着市场的顺利启动,战略投资者也暂时退出了舞台。一直到2010年7月另一个巨型央企——中国农业银行上市的时候,这些战略投资者再度浮出水面,当时政府试图让农业银行上市得以造就出“世界第一”。虽然农业银行上市在市场投资者中的反响并不强烈(超额申购总额只是略微高于发行额的8倍),但是凭借27个战略投资者和他们40%的申购份额还是完成了最初设定的在上海募集90亿美元资金的任务。在这次战略投资者获得的股份中,有50%需要有长达18个月之久的锁定期,这也再次证明了市场对待农业银行上市反应是何等的不踊跃。对比中国建设银行上市来看,建设银行虽然新股发行募集到的资金比农行的少了10亿美元,但是却吸引了17000亿元人民币资金的申购总额,还有中铁集团,申购总额更是达到了4000亿美元(见表7-6)。

这样的上市模式可以同时满足上市央企和战略投资者们的利益需求。在如此规模巨大的股票发行之前,已经有大约1/3的股票被提前认购,大大减少了发行风险。更重要的是,这些战略投资者可以轻松获得在其他战略性企业的股票,如果不是通过这种模式,战略投资者可能无法获得如此多的股份。同时,他们也通过线上开展大规模公开申购,这样一来,他们既可以申购那些没有锁定期约束的股票,也可以确保他们在初级市场所支付的较低的申购价格能够产生巨大利润,这一点我们将在下一节中提到。这些“亲友团”在央企的新股发行中以巨大赢利为目的的介入确保了一旦别的央企需要帮助,这些战略投资者就会挺身而出;同样的,这也暗示了如果将来这些战略投资者也需要类似的帮助,被帮助过的国企也会“投之以桃,报之以李”。

表7-5列举了在农业银行上市过程中的这些所谓的“亲友团”。最大的投资者包括中国主要的保险公司和其他央企的附属金融企业。在这往下的173个投资者几乎都是来自国有资产监督管理委员会管辖下的央企,比如资产管理公司和军工企业。这173个线下认购的“亲友团”占了总发行额的20%。总而言之,农业银行上市募集资金中的大约60%是由政府旗下的央企一手包

办的。这些投资者,虽然由于政策的关系而参与申购,却并不代表就看好农业银行不令人满意的经营表现。上市后的第一天,股价仅仅上升了1%,这和股市即使在相对疲软的2010年还达到平均溢价69%构成了鲜明的对比。

表 7-5 农业银行 A 股上市里排名最前的 20 位线下投资者

单位:百万元(人民币)

名 称	分配获得的股票价值 (人民币:百万)
1 平安人寿指定账户	1 668.6
2 中海油专有账户	1 195.4
2 生命人寿指定账户	1 195.4
3 人民保险管理账户	929.3
4 平安保险专有账户	896.6
5 太平洋保险管理账户	650.5
6 泰康人寿管理账户	525.3
7 中国电力财务公司专有账户	448.3
8 新华人寿指定账户	366.1
8 全国社保指定账户	335.9
9 中信信托指定账户	278.8
10 中国航空工业集团所属金融公司专有账户	149.4
10 德意志银行符合条件外国投资者账户	149.4
11 嘉实 300 指数基金	97.6
12 大亚湾核能金融公司专有账户	92.2
12 红塔证券专有账户	92.2
13 博时稳健基金	83.4
14 易方达 50 基金	72.2
15 富国天益价值基金	55.8
15 景顺成长型股票基金	55.3

资料来源:2010年7月8日农业银行公告

农业银行的新股发行是在2007年“上海股市泡沫”破灭之后登场的。那年六月以后,市场的泡沫达到了最高潮,四个月指数上升了50%,达到了6100点。很多人在当时的一片看好声中,都坚信指数在年底会突破10000点。就是在这一时期,有另外17家公司在上海证券交易所上市,他们是:中石油、中国神华能源和建设银行。这三次上市都没有战略投资者的参与(见表7-6)。不需要的理由很简单,市场流动性很高,上市的成功几乎可以得到保证,不需要战略投资者的推波助澜。

表7-6 处于上海股市泡沫中的新股上市,2006—2007年

单位:百万元(人民币)

名称	上市日期	上市融资金额 (人民币:百万)	总体申购金额 (人民币:百万)
西部矿业	2007年7月12日	6 201	1 513 153
南京银行	2007年7月19日	6 930	1 038 148
北京银行	2007年9月19日	15 000	1 895 082
建设银行	2007年9月25日	58 050	2 260 607
中国油田服务	2007年9月28日	6 740	2 172 919
神华能源	2007年10月9日	66 582	2 667 983
中石油	2007年11月5日	66 800	3 377 823
中国铁道集团	2007年12月3日	22 440	3 388 054
国投新集能源	2007年12月19日	2 070	543 604
中国集装箱	2007年12月12日	15 468	2 642 019
辽宁出版集团	2007年12月21日	650	196 639
太平洋保险	2007年12月25日	30 000	2 830 185
中国煤能源	2008年2月11日	25 671	3 124 485
中国铁道建设公司	2008年3月10日	22 246	3 126 496
金堆城钼矿	2008年4月17日	8 915	2 257 595
紫金矿业	2008年4月25日	9 982	2 149 420
中国南方润滑油	2008年8月18日	6 540	2 269 547

资料来源:Wind资讯和原书作者自己的计算

散户对这些新股发行并不是没有兴趣。可是,在任何市场条件下,要确保能够获得中签而需要支付的平均申购订金实在是让散户“心有余而力不足”。2006年年中至2007年年中这段时间内,线上“散户”的平均申购订金额是70万元人民币,而到了2007年下半年,当战略投资者暂时从市场销声匿迹的时候,这一金额已经达到了120万元人民币。在这个时期,每个新股发行,都有超过100万的散户在线上参加申购。中石油则吸引了超过400万个线上申购。因此当这些散户涌向市场推高申购数量的时候,他们在申购的订金上却只占了很小的一部分,占大头的还是机构。

线下申购所涉及的资金是让人瞠目结舌的。比如,在中石油上海上市的过程中,484个机构投资者成功地在线下申购了大约是总发行额25%的股份,其中获股份最小的是电器制造商海尔集团,获得了2089股,同时获得了164万元订金的返还。获股份最大的则是中国平安保险,共获得1.19亿股,并获得932亿元人民币的订金返还。在平安之后就是中国人寿,获得1亿股和785亿元人民币的订金返还。如果你有幸可以看到这份展现了中国金融和工业界翘楚的机构投资者名单,你会从中发现,中国人民解放军兵武公司也赫然在列。

如果当初成立证券交易所的初衷是为了确保党领导社会主义经济的基调,那么中国在股市方面的历程则已经大大超越了初衷。

## 初级市场表现：让每个人都满意

除了抽签制度催生的认股热潮,由证监会设立的股票定价机制也可以说明为什么人们对新股发行抱以极大的热情。简而言之,股票发行价格 in 市场需求高涨的情况下,却被人设定在较低的水平,因此在发行日当天几乎可以肯定的是,股价将大幅度上涨(见表7-7)。这个方法也减少了证券公司因为承销包销费用过低而承担的风险。但是这一切都有个潜在的负面效应,那就是这种人为扭曲了的定价机制降低了投资者为了寻求股票的真



实价格而了解上市企业和其所处行业的需要。

表 7-7 A 股上市首日价格表现

单位：%

年 份	上市的数量	首日股价平均 上扬(%)	首日股票平均 换手率*(%)
2010	127	47	69
2009	99	74	79
2008	77	115	80
2007	126	193	65
2006	66	84	70
2005	14	48	58
2004	100	70	55
2003	67	72	52
2002	68	134	62
2001	77	138	64
2000	135	152	59
1999	93	113	60
1998	92	149	62

注：\* 代表实际出售股票的金额占上市首日允许出售股票金额的百分比。

资料来源：Wind 信息；原书作者的计算；2010 的数据截止至 3 月 31 日

由于定价机制最后简化为一个数量化公式，承销包销商不需要去理解如何判断一个公司的运营风险和其股票的价格风险。更糟糕的是，广大投资者，无论是机构还是散户，也从来没有接受过正确的教育和引导，比如如何对不同公司股票的定价判断，如何判断其未来发展的走向和如何识别投资风险等。长此以往，一个可以预见的结果就是企业本身变成了一个商品，而能够获得股票——任何公司的股票则成为了最终的目的，超额申购成了普遍现象。从另一个角度来看，这些央企的股票价格并不反映这些企业里管理者的能力，企业的技术开发和进步，企业家的天赋或者单纯的公司业绩。

的增长。反之，股票价格反映的是政府操纵股票市场指数的一种能力，一旦有需要，政府可以操纵股市指数上升，从而使得这些央企持有的股票价值也跟着上升。中国投资者将他们的股票市场称为“政策市”就是这个原因：市场随着对政府政策的预期而改变，而不是随着企业经营状况。也就是说，在中国，能够为企业创造附加值的是政府而不是企业本身。

尽管如此，价格虽然不是衡量企业经营前景的指标，还是发挥着显著的作用。正如之前提到的，证监会的定价公式把股票发行价格人为压制在市场需求水平的价格以下，而造就了在发行日股票价格成两位数甚至三位数的增长。换句话说，监管者要求企业和他们的承销包销商对股票定价采取完全和西方市场背道而驰的原则。中国的上市企业受其监管者的规定，必须将他们值两元钱一股的股票以一元钱卖出去。

从国际的眼光看，由于这种强制定价模式带来的对企业的损失是巨大的。以中石油这个极端的例子来说，中石油在上市新股发行中募集了 670 亿的资金，而市场的申购订金总额为 34 000 亿元人民币，其实际股票价格和市场清算价格的差别见图 7-5。中石油的廉价股票意味着企业将大约 450 亿元的价值白白扔掉了。丝毫不让人惊讶，在上市之后，中石油的股票价格飙升了近 200%，也使中石油的市值达到了 1 万亿美元。从发达国家市场经验看，这是一种触犯法律的行为。从国有资产监督管理委员会的角度来看程度则应该更为严重，因为这就等于是把国有资产贱卖。而从企业的角度看，一位精明的企业总经理应该扪心自问为什么要把占其企业 10% 的资产，以二级市场认可的价格的一半在一级市场给卖出去？换句话说，他把价值 94 亿美元的股票以 35 亿美元给卖了出去。如果按照国际的通行惯例，这位总经理应该把助其上市的投资银行马上解雇，然后企业董事会立刻也将其自己解雇。

但是这些价值，其实对国家来说并没有流失：这些价值只是被转移到其他央企——那些帮助其完成上市计划的“亲友团”。从这个角度看，央企上市只是进行一次国有资本在各央企单位之间的重新分配，当然也不排除有

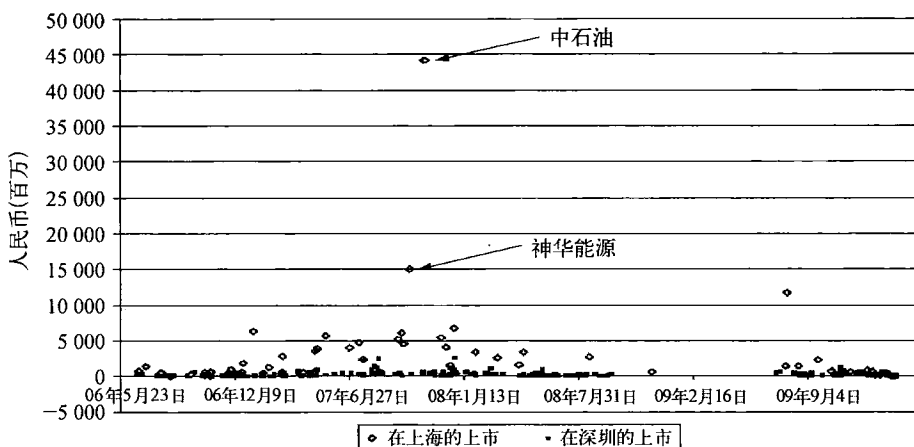


图 7-5 丢在桌上的钱：初级市场价格和上市首日  
二级市场售出价格差

注：图里的点所代表的计算为：将首日股票出售成交的价格减去初级市场分配时所确定的价格得到差价，然后用差价乘以首日在二级市场上售出的股票数量。

资料来源：Wind 信息和原书作者的计算

一小部分价值流入到散户和共同基金投资者囊中。

中国神华能源的前董事长陈必亭曾经郑重其事地说过，“（神华）的发行价格在我们预料的范围内，但是我还是有一些失望。”<sup>①</sup>他所谓的失望，是因为神华上市首日的价格仅仅上浮了 87%，只给帮助神华的那些“亲友团”馈赠了大约 150 亿人民币的价值。正是这样的“慷慨解囊”成为了 2007 年股市泡沫的一个标志，而陈必亭显然希望公司的股价至少可以翻一番。如果他是中石油的董事长，他一定会开心得多。相比之下，当中石油的董事长蒋洁敏面对其“亲友团”的时候，他可以完全信心十足，因为他知道他已经给这些“亲友团”留下了极其可观的利益，完成了党交给的任务。更重要的是，他也知道，将来在他需要这些“亲友团”帮助的时候，他们也一定会继续做出类似的帮助。

对于这些由党任命企业最高领导人的企业来说，并没有独立性，有的只

<sup>①</sup> 陈必亭：《神华上涨 87%但是主席仍不满意》，《南华早报》，2007 年 10 月 10 日。

是党的组织性，因此属于哪个工业部门，并不重要。另一方面，试想一下在工商银行上海新股上市中属于战略投资者的两家资产管理公司，当他们知道他们有足够的快钱可以向人民银行和商业银行支付债券利息的时候，他们会是何等的想法呢？

## 谁的热钱：二级交易市场

股票市场这台赚钱机器，在初级市场价格被人为压低而二级市场流动性却很高的情况下，运转得最为出色。这种利好的环境也会使得那些掌握在战略投资者手中，却依然在锁定期内的战略投资升值。和初级市场相似，二级市场里的资金的来源并不如政府希望我们相信的那样来自散户。可以说从1995年迄今为止，中国的二级市场主要是被机构投资者把持，这些机构投资者包括，央企和其他国家机构，他们的投资决策可以直接影响市场指数。虽然没有确凿的证据，但是据估计，2007年企业利润中有高达20%来自股票交易。本书的作者们也曾经接到过一家刚刚上市的企业打来电话，咨询如何为企业管理层手上的一些流动资金开辟一个股票交易专柜。由于可以从时下红火的股票交易中获得远超银行存款利率的回报，以及“炒股”易于被掩盖的财务隐蔽性，不难想象一个企业的首席财务官会多么想跃跃欲试，赚些既容易来，又来得“快”的现金流。

虽然关于股票交易投资者的信息并不公开，表7-8还是提供了2006年年末，股市即将大涨之前的一个大致中国A股市场的投资者的分类。由于在2005年市场改革之后，原来央企投资者控制的股票仍然被限制为非流通，因此流通股市场的市值是我们知道的数目，即2006年年底达到了4050亿美元。国内共同基金的规模每季度都有公布。而对散户投资规模的估计是建立在一个假设之上：一半散户通过共同基金投资；一半则直接投资。如果确切的话，这就意味着散户占到了整个二级交易市场30%的份额，不过这个估计可能超出实际情况。虽然符合条件的境外投资者(QFII)投资的具体

证券种类无法得知,但是他们获得的投资最大额度是公众知道的,而社保基金和保险公司能够投资股票最大额度也都是已知的。表中的假设是,这三类投资者都将其允许投资的最大额度 100%用完,这三个总共可以投资于股票市场的最大资金额是 300 亿美元。把上面所述已知或者可以推测的投资者的资金规模汇总,我们可以发现,在 2006 年年末的 A 股市场里大概至少有剩下的 60%,金额为 2 450 亿美元的资金,我们无法判断这些资金的来源或者投资者是谁。

表 7-8 中国股市里的投资者,2006 年 12 月 31 日

单位:十亿美元

	美元:十亿	占总数的%
A 股市场总市值	1 318	100.0
减去:三年锁定期内的市值	913	69.3
可交易的市值	405	100.0
可以明确的机构投资者包括了:	100	24.7
-国内基金(实际数字)	60	14.8
-符合条件的外国投资者(假设 100%的配额被全部使用)	20	4.9
-证券公司(估计值)	10	2.5
-社会保障基金(假设 100%批准的投资额度全部使用)	5	1.2
-保险公司(假设 101%批准的投资额度全部使用)	5	1.2
散户投资者估计	60	14.8
其他投资者估计	245	60.5
-国家机构	115	28.4
-国有企业	65	16.0
-大规模私人投资者	65	16.0

资料来源:《中国经济季刊》,2007 年第 1 季度,第 11 页

谁最有可能成为 A 股市场中主要的未知投资者呢？几乎可以肯定的是，这些投资者中一定包括了很多境外华商持有的大资金，他们通过适当手段有可能避开禁止外国人对 A 股直接投资的限制条例而直接投资中国的 A 股。有意思的是，在 2006 年市场还在积蓄能量的时候，很多中国国内的金融记者相信一则流言，说是仅某一方面所属的机构就从海外转回国内 1 200 亿美元的资金并且全面投入股票市场。尽管这个金额未必真实，但是可以想象，有那么一小部分资金从境外被转回境内，然后在 2006 年股市即将上行的时候被投入股市是完全有可能发生的。但是应该可以确定的是，央企和其他国家机构除了持有那些尚在锁定期内的非流通股，一定还持有另外大约 1 800 亿美元的流通股。

### 赌场还是成功，还是两者皆是？

上海和深圳证券交易所成立已经近 20 年了。如果我们还视之为赌场的话，那么它们为什么可以如此成功呢？它们又是如何被外界视为中国经济改革的风向标，在中国的经济模式中扮演着如此重要的角色呢？答案很简单：这两个交易所都在创造财富。市场被流动性和投机力量所推动，公司所作出的武断的商业决策更多是受到政策的影响而非以本身的利润作为考虑问题的出发点。但是从另一个角度说，这么做也无可厚非，毕竟这些公司资产都是体制内的资产。

这样的市场可能会让发达国家的投资者望而生畏，但是中国人早就习惯了这样的政治影响和自相矛盾的讯息。他们依然乐此不疲，利用市场来赚钱或者被市场所利用。如果你花 10 块钱买股票，以 15 块的价格卖出去，你就赚了 5 块。把钱存在银行或者投入债券市场是赚不到这个回报的，利率永远是有利于作为贷款人的国有企业，不是借出资金的人，因此这些金融产品并不能提供一个高于通货膨胀率的实际回报。

在中国，只有两个市场可以带给你高于通货膨胀的实际回报，房地产和

股票市场。在两者之间,股票要更受青睐,因为股票市场比房地产市场更灵活一些(那些有能力的人两者都可以操作)。股票市场的投资规模要小一些,但是流动性却比房地产市场要高很多。和利率比起来,作为股票市场上的类似指标的市盈率更依赖市场,因此只要市场上有人要买,市盈率要多高就有多高。在2006—2007年“大牛市”的那段光辉岁月里,上海市场的整体市盈率从15倍飙升到50倍。由此带来的价格的上升空间可见一斑。

中国的股市并不存在股票投资者,身在其中的每个人都是投机者。中国的历史和过去苦难的经历提醒人们行情的反复无常,因此采取长期的投资态度是不足取的。这造成了股市里短线的交易占了主流,股民们都梦想着能够迅速获得回报。唯一的那个长线投资者就是国家自己,它已经拥有并且控制了“国家队”。相比之下,在发达国家,公司的所有权则要分散得更为广泛,对大公司来讲,没有一个单一的股东可以持有超过其总流通股50%的所有权。比如说,瑞士最大的银行集团,瑞银的最大股东是新加坡政府投资公司,只有不到7%的持股比例。和中国银行相比:即使在上市之后,银行的最大股东汇金仍然控制着67.5%的股权。

由于包括香港在内的中国股市,并非决定企业控制权的场所,因此股票价格所体现的很少关系到整个公司,因为永远不会发生公司整个被出售这样的事情。这也就是为什么在中国并没有真正意义上的兼并和收购,肯定不会发生的是非国有企业收购上市的国有企业。相反,市场的整合往往是由政府的一纸命令推动的,整合的过程也是通过将上市和非上市的资产通过主观的估值混合在一起。这让股票价格仅仅反映在某个时间点的市场流动性和需求。市场里的高交易量是最误导人的一个特点,因为这给了场外观察家们一个假象,即市场是真实有效的。高交易量让人误认为价格体现了人们对经济或者公司前景的判断。事实上,在中国,高交易量所体现出来的是过度的流动性。

所有的市场都为多种因素所驱动,包括流动性(体系里有多少钱在流动)、投机行为(认为可以通过市场的波动来赚钱)和经济的基本面(基本的

商业前景和上市公司的表现)。中国的市场经常被发现脱离国家的现实经济基本状况。粗略地比较一下国民生产总值的增长幅度和市场的表现,你就一定可以发现在二者之间并没有太大关联度。只要中国的 A 股市场和经济基本面关系不大,市场就总像个赌场,对投资者来说蕴含着极大的风险。然而中国的投资者却出于本能地知道他们该买的股票是什么,因为他们认为股票价格还会继续上涨,这个判断并非因为发行股票的公司上季度的财务数据不错,也不是经济上一年运行是多么光彩夺目。

贯穿 1990 年代,政策制定者的目标中很大部分是培育或者引进更多长线的机构投资者,和发达国家那样来完善市场的基本构成。基于此目的,证监会在 1990 年代后期缔造了整个国内共同基金市场。在 2002 年通过合格的境外机构投资者(QFII)计划引入境外投资者是在这个方向上所迈的另一步。与本土和境外的经纪公司建立业务往来的公司数量增长以及这些经纪公司所发布的经济研究报告都基于一个信心,即中国市场正在成为或者将来会成为更依赖基本面,并且自下而上的驱动机制。

但是整个努力却偏离了正确的方向。市场之所以像赌场并不是因为缺乏股票研究。市场缺乏的是以市场和股东利益为己任的负责任的公司。如果这些中国主要公司的董事长或者总经理根本不在乎国资委,那么他们更加不在乎上交所或者国内股票分析师。总经理完全知道他的公司所掌握的资源足以确保其自己股票的表现。“国家队”无论是在市值、交易额还是融资额上都主宰着中国的股市。

令人鼓舞的事实是,越来越多的非国有制企业在深圳的中小企业板和创业板上市,但是这当中大部分公司,除了个别之外,对于整个市场来说都微不足道。对这些企业,投资者或许可以运用国际上通行的估值方法进行投资分析,可是对于中石油这样的由国家控股 85%的企业(而且只要党的领导不变,这个比例将持续下去),想要将其和美孚石油来做比较,谈何容易? 这在中国移动或者中国联通也都一样,真能把他们和 VODAFONE(英国的一家电信公司),T - MOBILE(美国的一家电信公司)或者 BHARTIAIRTEL(印度



的一家电信公司)来进行比较吗? 中国国内通讯市场不允许境外运营商涉人,这确保了中国移动和中国联通可以很舒服地享受市场双寡头垄断的地位。他们在行业和市场监管方面所给予的特别待遇是他们的国际同行所不具备的。

这些“国家队”成员都开始一起对陡然间出现资本不足的银行展开投资,这样一个事实肯定会让人产生这样一个疑问,究竟“国家队”是真正意义上的企业还只是中国政府的延伸? 除了这个看法(后者),我不知道还可以怎么来看待中国移动以 58 亿美元的代价收购上海浦东发展银行 20% 的战略股权或者中国联通以类似的方式收购交通银行的股权等事件?

## 启 示

一直俯视和关注着这些交易的是证券监督委员会和政府。政府在市场每个环节都有参与,从监管者、政策制定者、投资者、母公司、上市公司,到经纪人、银行和银行家。一句话概括,政府是为中国主要国有企业服务的一名“员工”。伴随着“国家队”的成立,其高级管理人员同时也担任作为权力中心的党的内部职务,公司治理机制能否有根本性的改观呢? 要让他们能够接受一个拥有实权凌驾于市场和他们自己行为之上的“超级监管者”的角色存在,这样的可能性大吗? 现有的监管者已经是站在他们一边,为他们的利益服务,为什么他们需要外国人来告诉他们市场应该怎么运行呢? 因此,对境外投资者的开放并不会意味着会带来根本的改观。事实上,来自境外的影响只会越来越小,因为中国的证券公司,律师事务所和审计师们都只会维护他们自己的利益,而且中国式的监管也从上海被带到了香港。

2009 年年末,在这个方向上的第一个实质性的步骤开始实施,当时香港股票交易所宣布接受在中国香港上市的中国公司经过财政部或者证监会批准,可以使用中国的审计师事务所。这从表面上看是想让香港和上海同样有竞争力,毕竟中国的审计师事务所比那几大国际事务所要便宜很多。也

正是由于审计关系到信息的质量和可信程度，国际投资者是否可以信赖这些本土的公司只用 $\frac{1}{3}$ 的价格而完成的财务报告呢，尤其是日趋复杂的国内公司？至于需要财政部和证监会的批准，你可以洞悉如果这么一批公司得到了批准，这些公司一定是受到国家队和其管理层所瞩目的。如果外资投资银行和其他机构正在试图打开中国国内市场的大门的话，那是因为他们知道他们在中国香港可以日进斗金的日子快要到头了。

因为 2003 年中国人寿在纽约证券交易所的上市遭到可能违反美国萨班斯奥克斯利(SARBANES-OXLEY)法案的调查(最后证明没有违反)，“国家队”中就再也没有一个成员在那里上市过。香港成了“国家队”选择境外上市的理想地区。现在海外公司正在回归上海，用一位国有企业的董事长的话说，“在上海，更方便一些”。这样的一种趋势其实发人深省，尤其是在了解当初中国为什么对海外上市打开大门的背景之后。朱镕基在 1993 年批准中国公司在海外上市的时候，一个主要原因是希望通过中国香港监管者的更为专业和严格的标准，以及国际法律和会计的标准，帮助中国企业提升自己的管理能力。如果现在有机会可以问朱镕基的话，不知道在经历了这 20 年不到的时间，他对当初中国企业和其管理者的目标实现与否有什么想法呢？

## 第八章 紫禁城

高耸的朱红色城墙包围着巨大金色屋顶的宫殿，护城河在宫墙外四周环绕，墙内有隐秘的后花园和精雕细琢的龙纹，这就是位于中国首都心腹之地的紫禁城。这个杰出的建筑属于中国也属于世界，迄今为止世界上大约有一半的人参观过这个地方。它的结构布局的深邃含义，或许比元、明、清历代遗留下来的财宝更重要，并深深地渗入中国社会文化之中。

穿过午门进入整个宫殿，眼前呈现出一个广阔的空间，远处可以隐隐约约看见环绕四周的宫墙。穿过这些巨大的宫门，参观者走过汉白玉石桥，跨过金水河，走向太和门。那里是一片更加广阔的空间，拥有足以压倒一切的威严，宫墙一直延伸到远方。庭院的整体设计令人惊叹，它把乾坤精华浓缩一处。然而，当人们进入深宫之后却发现，空间会变得越来越小，狭长的走廊纵横穿插，而出入口也不大。巨大的墙间隔紧密，阻断了人们的视线。

游客沿着走廊可以走到皇帝的御花园。那里有亭台楼阁、假山怪石、花草树木。这些花园美景也是经过精心设计的。在宫殿进口处的宽阔空间，只是给人一种幻象而已，当人们面对四周高墙的时候必须抬头仰视。只有皇帝才能在他的宫墙之上俯视大大小小的亭台楼阁。身处下位的人只能在限定的空间内行事。宫殿的每个区域都被宫墙所分隔，宫墙内的人们只能在划定的区域内完成分配给自己的任务。

从古老的紫禁城可以看到中国社会运行的传统模式。北京是中国的政治中心，那里就像一个由许多权力机构组成的复杂的宫殿一般。每一个权

力机构都向国家的最高领导负责。各个权力机构都只能在自己的权限范围内,小心翼翼地守护着庭院。

国家开发银行曾试图取代财政部在中国债券市场上的地位,而中国人民银行也曾经在对中国主要银行的控制权方面和财政部角力。这都说明在巨大的官墙内有分工也有矛盾。类似的例子还有很多。中国证券监督管理委员会(CSRC)的权限范围在证券公司和证券市场,中国银行业监督管理委员会(简称银监会)有自己的投资银行业务平台信托公司,并可涉足债务市场。国资委也仿照中投公司,建立了自己的主权投资基金,而中央汇金的成立和运营模式则仿照了中国外汇管理局的外汇储备投资。当然,很多国有企业事实上也加入到了这些特殊实体的行列中。当中国石油代表中国政府到海外并购企业的时候,难道就不是一种主权投资吗?所有这些投资行为都最终归结为一个问题,那就是:在中国,哪些才不是主权投资基金呢?

只有一个强大的中央总书记和总理才可以协调这样的工作,以确保按照党的总体目标前进。只有他们才能把党和政府的领导人团结在一起,并最大限度地降低工作的成本。在中国这样的体制之下,如果缺乏一个强有力的领导者,特殊利益集团就会趁机得利。掌管金融大权的副总理是很有实权的,但如果没有中央的支持,那么他也难以树立起自己的权威。一个央行行长可能清楚地知道整个金融迷局的关键所在,但除非他能够得到更高权威的支持,否则最后也将一步步走向妥协。而另一方面,对于“国家队”(企业)来说,则是各种行政审查审批越少越好。

## 金融王国

中国的证券市场,无论其本身有多少缺陷,它的建立是一个非常伟大的成就,这一点是确定无疑的。从1992年开始,中国拥有了自己有史以来的第一个全国性的资本市场。从那时开始,资本可以在国内无障碍地流动,不用像过去那样受到各种来自政府的管辖与约束。不仅如此,在这些市场的头

顶开始有一个至高无上的“皇帝”监督着他们，这就是中国人民银行。在 20 世纪 80 年代，中国人民银行，或者更准确地说是人民银行的各个省级分支机构以及当地政府，一直是推动资本市场发展的背后力量。刘鸿儒，曾任中国人民银行副行长，他被所有中国资本市场的参与者公认为是中国股票市场的“教父”级人物。自 1988 年，中国央行开始负责监管中国最初设立的 34 家证券公司。事实上从 1985 年开始，人民银行深圳分行就开始在发展市场基础设施和规则方面发挥了关键作用，与此同时，中国人民银行总行在协调政府和市场利益相关者之间的关系方面也发挥了关键的作用。如果没有人民银行的积极支持，中国股票和股票市场的实践可能已经胎死腹中。此外，更是在中国人民银行的支持之下，中国走向了国际资本市场。1992 年 10 月，华晨中国在美国纽约成功上市，这是中国内地第一家在美国上市的公司。在当时，如果没有与高层领导达成共识，这种大胆的举动绝不可能出现。

从 20 世纪 90 年代开始，一个相对分散的监管环境开始形成。1997 年，朱镕基将政府债券市场从证券交易所和中国证监会的监管之下转移至银行间市场，由人民银行直接监管。而这仅仅是个开始。2003 年，有 7 个监管机构负责 4 大类债券产品，并且股票和商品市场也被逐一切分。每一个监管机构都有自己的权限范围。人民银行管理着债券市场；中国证监会和国家发改委管理着证券公司和商品经纪公司；财政部控制着银行；银监会可以管理信托公司；中国保监会管理保险公司和私募股权投资基金。现在就连国家发展和改革委员会都要开始尝试建立自己的“特殊目的公司”(SPV)，以便其进入金融市场(见图 8-1)。

当然，这并不是说中国的资本市场一定需要一个单一的超级监管机构来进行统一的管理和协调。由不同的机构对不同的资本市场门类进行管理也是有其合理性的，例如股票经纪业务和银行业务就完全不同，反之亦然。但麻烦的是，在中国过去的几年中，不同的监管机构形成了所谓的“山头”。如果没有一个强有力的核心领导，那么在有些“山头”之间协调工作就会十分困难。

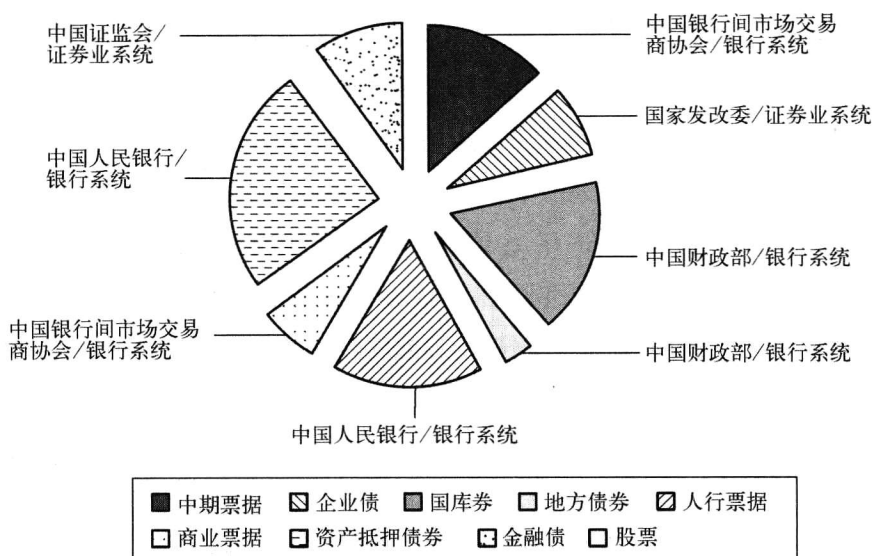


图 8-1 资本市场相关业务和产品监管划分, 2009 年

资料来源：Wind 资讯

在 20 世纪 90 年代, 缺乏一个统一的市场监管机构可能并不是一件重要的事情, 在那时银行几乎是唯一的资金来源。但是, 亚洲金融危机后, 朱镕基总理从根本上重组四大银行的计划, 需要一个更加综合的方法。而重组商业银行也只不过是当时降低系统性风险的整个大计划中的一小部分而已。一个综合的解决方案需要各种各样的政府机构参与, 包括财政部、国家发改委、中国证监会和中国人民银行等各方面的协调和积极支持。涉及这么多部委, 由谁来牵头领导呢? 直到朱镕基 2003 年任期结束之前, 他都一直有意愿并有能力领导金融体系改革。而改革的势头也的确从 1998 年开始一直延续到了 2005 年。但是, 在 2005 年当中国人民银行开始着手将金融改革制度化, 把自己建立成为一个超级监管机构的时候, 希望维持现状的一方竭尽全力出手阻止了统一的金融监管体系的建立。

在前面的章节中我们已经提到, 当财政部重新从中国人民银行手中拿回银行的控制权的时候, 这意味着中国的金融体系实际上有很高的内耗成本。外资投资方通过参与中国银行业的 IPO, 向中国银行业注入了资金。但

这笔资金事实上可以被视为现金股利的预付款,用来支付财政部发行的特殊债券的利息。对于他们来说,中国的银行变成了利息支付的管道,同样也可以用来偿付当初财政部为了重组中国工商银行和中国农业银行而发行的特殊“应收账款”。这样看来,由于银行成了财政部支付利息的管道,国家预算似乎就没有必要承担这些支出了。或许这可以解释为什么这个特殊债券不再被记录在中国人民银行的中央存管机构。2007年12月31日后,这些债券就这么消失了。此外,从2009年起,各大银行就开始计划融资700亿美元,以填补他们因为要支付相应的股息所产生的资本缺口。而看上去更别扭的是,中国主权财富基金突然发现自己原来已经成为了整个银行系统的核心。

在一个没有所谓“金融皇帝”的时代,管理这样繁杂的金融系统是成本巨大的。自2005年以来,已经有一些关于建立一个统一的金融监管机构的讨论,但很少有任何实质性的结果出现。也许,为了建立一个“超级协调委员会”,就必须把所有利益相关集团都包括进来。然而,在20世纪80年代末这样的机构其实已经出现过,但已被证明是不成功的。当过去的一次次监管机构间协调会议由于“调度困难”而宣告失败之后,谁又会去领导一个类似这样的委员会呢?

## 红墙背后

因此,如果没有一个强大的力量来推动变革,那么就会更有可能保持现状。在这个体制中的每一个既得利益集团都牢牢地固守着自己的地盘儿,追求自己的利益,特别是从银行系统那里拿来更多的钞票。否则怎么去解释铁道部在这几年里的各种激进的行为呢?这种对于资金的过度追求,使得中国的公共债务显著增长。表8-1显示了各有关方面在中国公共部门债务中所占的份额。为了简便起见,在2012年的数据变化中只对地方政府债务和不良贷款进行了估计,因为这两个部分隐含的不确定性最大。这些估计是相对保守的,并且仅仅是用来表明已经建立起来的债务规模。

表 8-1 中国公共债务，2009—2012 年(估计值)

单位：万亿元(人民币)

备注	人民币(万亿)	2009 年	2010 年	%GDP	2012 年 (估计值)	%GDP
	国民生产总值	33 535	39 798		47 371	
1	GDP 增长率	9.20%	10.30%		9.10%	
	<b>1. 中央政府债务</b>					
2	中央政府	5 541	6 263	15.7%	7 455	15.7%
3	财政部应收账款, 工商银行、人民银行、信达	808	778	1.4%	778	1.6%
4	财政部应收账款, 融资平台	0	0		2 150	4.5%
5	财政部 1998 年和 2007 年发行的特别债券	1 820	1 820	4.5%	1 820	3.8%
6	国家开发银行债券	3 201	3 681	9.3%	3 681	7.8%
6	农业开发银行债券	811	927	2.3%	927	2.0%
6	进出口银行债券	438	553	1.4%	553	1.2%
7	铁道部债券	396	586	1.5%	586	1.2%
8	四大银行次级债券	486	531	1.3%	531	1.1%
	总计: 中央债务	13 501	15 139	38.0%	18 481	39.0%
	<b>2. 地方政府债务</b>					
9	1) 现存地方债务	7 800	7 800	19.6%	10 700	22.6%
10	2) 估计新增地方债务		2 900	7.3%	6 000	12.7%
11	3) 财政部承担地方债务 2.2 万亿人民币			0.0%	(2 150)	(4.5%)
	总计: 地方债务	7 800	10 700	26.9%	14 550	30.7%
	总计: 地方+中央债务	21 301	25 839	64.9%	33 031	69.7%
	<b>3. 不良贷款</b>					
12	1) 资产管理公司债务	2 111	1 860	4.7%	1 860	3.9%



续表

备注	人民币(万亿)	2009年	2010年	%GDP	2012年 (估计值)	%GDP
13	2) 2009年—2010年非地 非地方债务按照20% 不良贷款率计算				3 440	7.3%
14	3) 2010年现存银行不良 贷款	504	434	1.1%	434	1%
	总计: 不良贷款	2 615	2 294	5.8%	5 734	12.1%
	总计政府债务	23 916	28 133		38 765	
	债务占 GDP 比重	71.30%		70.70%		81.8%

注: (1) 原书作者估计2012年GDP增长率9.1%; (2) 中央政府、中国国债加GDP增长; (3) 财政部应收账款的计算基于银行审计报告和信达的相关报告,《财经》杂志; (4) 作者估计; (5) 财政部特别债券本金留存为财政部债务; (6) 政策性银行债券数据来源自《中国债券》; (7) 铁道部负债为本身直接债务,不是下属机构债务,数据来源: Wind资讯; (8) 银行次级债,中国银监会; (9) 2009年地方政府债务,华尔街日报,2010年5月4日; 2010年地方债务,国家统计局; (10) 4万亿地方政府债券增量,见经济观察报,2010年5月10日第3页; 作者估计为3万亿美元; (11) 北京方面透露预计有2万—3万亿的地方坏账,见经济观察报,2011年6月2日; 而作者估计数字可能会稍微低点; (12) 表3-4数据减去信达2010年向建设银行支付的金额; (13) 未来的不良贷款的计算基于净非地方政府债务20%的不良贷款率。2009年和2010年的27.9万亿社会融资规模减去10.7万亿的地方债务,等于17.2万亿; (14) 中国银监会。

这些数字代表着债务。但这并不意味着,通过这些债务进行融资而获得的资产、服务或者其他什么东西都是没有价值的。但是,这些负债的成本,已经越过了一个临界值,给经济体造成了沉重负担,并开始抑制经济增长。这种观点已经逐渐受到越来越多的人的认同。债务在经济中的比例是一个负面的指标,因为这意味着政府将花费更多的成本来管理这些债务或者帮银行体系救火,而不是投资创造经济增长。日本是一个最好的例子,当然还有其他诸如韩国、英国、美国等。关于这个比例有两个红线:一个是债务占GDP比例的60%,这个是由《马斯特里赫特条约》在1992年所拟定的,另一个则是80%,这个比例源于对于近期金融危机的研究。

表8-1显示,如果只把中国财政部的负债(代表中国主权)看作中央政

府负债的话，那么中国 2010 年的负债比例是 16%，远远低于国际的红线。尽管这是一个普遍的观点，但是这忽略了北京在过去十年里建立起的财务结构。财政部为国家预算提供资金，主要投资基础设施及其他固定资产。自从中国在 1979 年开始改革开放以来，中国的国家预算就长期围绕着基础设施建设和国企的各种大项目而进行。而今，这些项目都在国家预算以外，由铁道部、政策性银行、国企本身来负担，而 2008 年之后，这一责任最终落到了商业银行的肩头。

这些近乎于主权机构的负债也应该被列入中国的公共债务里面。这些类似主权机构包括中国铁道部、政策性银行、主要国有银行的次级债，以及财政部自身债务。这些部分也应该视作公共债务或者说是国家预算的一部分，即使其债务不是直接通过国家预算来支付的，但如果事态严重的话，中国政府将出面承担这部分债务。当我们把这些东西加进去之后，中国的公共部门负债在 2010 年则达到了 38%。

中国地方政府的负债也应该被考虑进去，毫无疑问这应该是中国主权债务的一部分。中国的中央政府历史上一直对这笔债务十分清楚，并意识到了它的庞大。然而，中央政府对待地方政府负债的态度很矛盾：它是否真的想知道这笔债务确切的情况呢？最成功的领导人必须在自己的职业生涯的某个时间在地方政府任职以彰显政绩。由于地方财政预算受到了严重制约，所以创造性的地方融资方案——其中许多并不受到外界的监管，就成为了当地雄心勃勃的领导唯一的选择。因此，最好的选择是不引起外界的审查。地方政府包括 4 个不同的行政级别中的 8 000 多个实体。正如我们在第五章讲到的，在 2008 年年底的经济刺激计划公布后，地方债务大大增加。

在 2010 年年初，中央政府公开承认地方债务的总额为人民币 7.8 万亿元，相当于国内生产总值的 23%。由于需要额外的资金来完成现有的项目，在未来的几年中地方政府的负债仍然可能会增加。而额外的资金需求估计为 4 万亿元人民币。国家统计局在 2011 年的报告中指出，2010 年年末地方债务总额达到了 10.7 万亿，相当于 GDP 的 27%，以及 2009 年和 2010 年社会融资总

额的 $\frac{1}{3}$ ,如图3-10。在地方政府、银行、信托公司、抵押融资公司以及国有企业富有创意的金融互动之下,这个信贷融资的总数无疑将会发生改变。在2010年,国家统计局的统计口径涵盖了6000家实体,这个数字比实际要少得多,但这是一个官方的数字。如果把这些数字加上的话,整个债务比例将达到65%。展望将来,估计到2012年,每年将会持续产生3万亿的新增贷款。

这些新增贷款将会有多少成为坏账呢,地方政府将会承受其中的多少呢?在中国,地方政府能够宣告破产吗?答案一定是否定的。在2011年早期,曾有传言说中央政府要承担两万亿到三万亿的地方债务。现在有两个渠道的数据可以用来评定北京的估计——中国人民银行的数据和国家审计署的数据<sup>①</sup>。

为了讨论这个问题,我们需要做两个假设:首先,最没有实力的借款方将违约;其次,透明度最低、投资回收期最长的贷款将违约。最没有实力的借款方是地方乡镇政府,这是最底层的行政单位,也是中国最为贫穷的地区。中国人民银行的报告中提到,在中国有一万多个地方融资平台,其中有7000多个集中在乡镇一级。从地理的角度来说,国家审计署的数字表明,在这些乡镇一级的融资平台中有超过半数集中在西部地区,这是中国最贫困的地区。这里的地方信贷总额为2.9万亿元人民币,大约相当于4500亿美元<sup>②</sup>。而其中超过半数的1.5万亿元人民币(约合2250亿美元)或超过30%的政府直接承担的债务(见表5-2)集中在那些经济实力最为薄弱的区域。

而对于最不透明的贷款来说,国家审计署将地方政府债务划分为三个类型:政府直接融资、政府担保以及其他。国家审计署还给出了债务的到期时间表(见表8-2)。这份表格并没有说明所谓的“其他类”贷款是什么,但是期限越长的贷款项目违约风险越大。在2015年和2016年之后到期的“其他类”贷款占总额的41%,总计约6900亿元人民币(约合1060亿美元),加

---

① 《地方政府融资平台贷款情况分析》,中国人民银行《2010年中国区域金融运行报告》,专栏2。

② 中华人民共和国审计结果公告2011年第35号,又见中华人民共和国审计署网站:www.audit.gov.cn。

上别的乡镇级别贷款,总计 2.2 万亿元人民币(约合 3 300 亿美元),占有所有银行信贷的 21%。这似乎是一个相对保守的数字,但刚好达到关于中央政府承担地方债务传闻的数字的下限。由于很多与此相关的银行并不是上市公司,所以北京方面是否真的这样做了,大家并不知情。

表 8-2 地方政府债务偿付计划表 单位:百万元(人民币)

人民币 (百万元)	政府直接 负债	百分比	政府 担保	其 他	总 计
2011	1 868.4	28%	364.6	391.6	2 624.9
2012	1 298.3	19%	297.2	244.8	1 840.5
2013	799.1	12%	226.6	193.8	1 219.6
2014	617.7	9%	227.3	149.1	994.2
2015	493.5	7%	178.1	129.7	801.4
2016 年以后	1 634.0	24%	1 043.2	560.6	3 238.0
总 计	6 711.0	100%	2 337.0	1 669.6	10 718.6

数据来源:国家审计署

但是有一点是很清楚的,从各种自相矛盾的数据和报告中我们可以看出,实际上在中国没有人能准确地知道地方政府真正的融资金额,或许政府本身也不希望人们知道。如果我们用海南信贷泡沫和广东国际信托投资公司的经验来做个参照的话,那么现在这个信贷的数字真的会相当的惊人。

国有企业银行贷款坏账应该是较为传统的坏账种类,但这个信贷方面的数字统计口径也是很难把握的:比如说,是按照银行贷款总额和企业债发行来进行估计呢,还是基于中国人民银行的社融融资总额(见表 8-3)?如果是按照前者计算,在除去地方政府债务之后,总的国有企业借款规模是 8.9 万亿元;如果按照后者计算的话,则是 17.3 万亿元的规模。在这里我们还是使用中国人民银行社融融资规模的这个数字,因为这个包含的范围更广泛,包括公司债和证券化的信贷资产。减去 10.7 万亿元的地方贷款,国有

企业贷款的数字是 17.2 万亿元。其中大约有 20% 是自 2011 年来增长起来的。这个数字应该还会更大一些,但是坦白讲,在这一点上,这些数字都很庞大,但都欠妥当。在这里,如果我们用 3.4 万亿这个数字,那还是相对保守的。

图表 8-3 2002—2010 年社会融资总量的组成部分

单位: 万亿元(人民币)

	银行人民币贷款	银行外币贷款	委托贷款	信托贷款	银行承兑汇票	企业债券融资	非金融企业境内股票融资	保险公司赔偿	保险公司投资	其他	总计
2002	1 800	72	18	0	78	31	59	41	0	0	2 099
2003	2 770	229	62	0	202	55	55	51	0	0	3 424
2004	2 260	138	318	0	29	52	66	60	0	0	2 923
2005	2 350	106	97	0	3	200	34	72	0	0	2 862
2006	3 180	100	188	84	152	84	136	84	0	0	4 008
2007	3 630	290	338	172	669	231	480	107	6	0	5 923
2008	4 910	62	426	316	110	556	336	151	7	0	6 874
2009	9 590	929	676	437	42	1 296	451	169	14	70	13 674
2010	7 934	414	1 127	385	2 326	1 199	585	186	14	100	14 270

数据来源: 中国人民银行

最后,我们不要忘记了所有的不良贷款,包括现有的和那些自 1990 年以来已经被资产管理公司处理的。如果我们看看中国主要大型银行的审计报告,那里面的数字将会更加的可靠。为了简单起见,资产管理公司的债务和当下银行问题资产的估计数字在 2010 年年末到 2012 年并不改变。这些现存的原有问题贷款和预估的问题贷款在 2012 年总计将达到约 5.7 万亿元人民币,或约 2012 年 GDP 的 12%。

如果我们把这些全部加在一起,截至 2010 年年底,中国囤积的公共债务为 GDP 的近 71%。按照 2012 年的计划,这个数字可能会继续扩大,而且很

多数字会被藏到幕后。重要的是,在过去几年,由于中国的刺激经济计划和政府有限的债务管理能力,中国的债务正在持续地提高。

## 另一个王国

中国债务的迅速累积其原因何在? 我们或许可以这样分析: 这些债务的累积是由于政府有意加大中国资产负债表的杠杆比率, 以实现其 GDP 高速增长的政策目标。从经济学的角度来看是简单和易于理解的: 现在的人民币还算值钱, 但未来的通货膨胀将使得其逐渐贬值。因此政府可以通过大肆举债的方式建设国家的重要项目, 并在遥远的未来, 当人民币逐渐贬值后还上这笔债务。

图 8-2 显示了中国、美国、英国、德国、法国中央政府的债务增长。在这

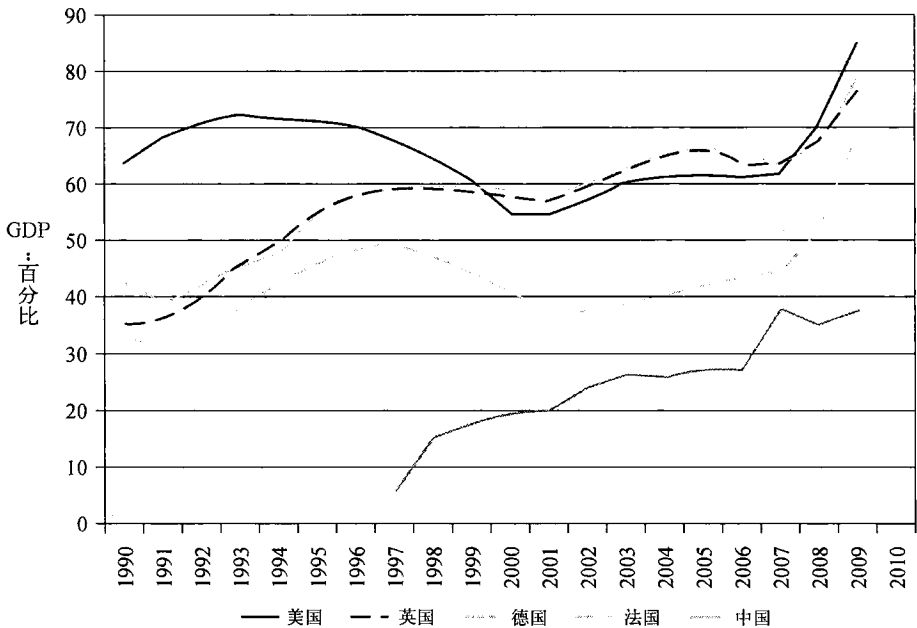


图 8-2 公共债务的增长趋势：美国、欧洲和中国, 1990—2009 年 单位：%

注：中国的公共债务, 包括财政部, 三家政策性银行和铁道部。特别是财政部发行的 1998 年和 2007 年的可转换公司债券。

资料来源：中国债券信息网和国际货币基金

里中国统计的政府债务仅是财政部加上三家政策性银行和铁道部的相关债务。事实上这些发达经济体已经发行了一个多世纪的债务了。在某些时间,例如 20 世纪 40 年代的英国,政府债务是 GDP 的 200% 以上。有时这些发达国家的政府债务甚至会违约,如第二次世界大战结束后的德国。但是这些发达经济体在管理公共债务方面有各种丰富的经验,包括正面和负面的。但有趣的是,从这张图上我们可以看出,中国狭义上的公共债务已经正在迅速赶超这些发达国家,这些国家的 GDP 规模比中国大得多。

国家债务量的画面也为我们呈现了每年国家通过新增信贷来支持国家财政的景象(见图 8-4)。这些新增债务意味着新的资金以及财政预算的融资。当然,这些数字将会最终堆积到国家债务的头上。例如,2010 年,由财政部和政策性银行新发行的债券支持了全国财政支出的 30%,而新发行的中国政府债券本身几乎支持了所有中央政府的支出<sup>①</sup>。和其他亚洲国家相似,中国的国家预算似乎越来越多地依赖于债务的扩张。自 1997 年以来,中国的债务由 3 000 亿元人民币暴增至近 12 万亿元(见图 8-3)。

表 8-4 净债务发行占政府开支的比例,1997—2009 年

单位:亿元(人民币)

亿元人民币	国家预算支出	中央预算支出	中国政府债务和政策性银行债务占国家预算支出比例	中国政府债务和政策性银行债务占中央预算支出比例
1997	923	253	41.60%	95.20%
1998	1 080	313	53.30%	121.90%
1999	1 319	415	44.10%	96.70%
2000	1 589	552	39.70%	84.40%
2001	1 890	577	39.50%	84.70%

<sup>①</sup> 债券发行收入被纳入中国财政预算。从 2000 年开始,债务的利息支出成为了预算的一部分,但是债务到期偿付本金并不包括在内。

续 表

亿元人民币	国家预算支出	中央预算支出	中国政府债务和政策性银行债务占国家预算支出比例	中国政府债务和政策性银行债务占中央预算支出比例
2002	2 205	677	40.90%	87.60%
2003	2 465	742	44.00%	84.60%
2004	2 849	789	38.90%	87.70%
2005	3 393	878	38.00%	80.20%
2006	4 042	999	44.20%	88.90%
2007	4 978	1 144	66.20%	191.30%
2008	6 259	1 334	28.80%	54.30%
2009	7 600	1 528	32.10%	83.20%
2010	9 318	1 597	29.80%	91.30%

注：2007年可以看作是一个异常情况因为财政部发行了1.55万亿特别债券。

资料来源：《中国统计年鉴》，中国债券信息网，作者的计算

从逐渐到期的中央银行以及政策性银行急剧增加的债务，我们也可以看出国家财政预算对于债务的依赖。在2003—2009年期间，财政部和国家的政策性银行债券的到期价值以每年26.5%的复合增长率增长。这些债券都是再融资的，也就是说在未来这笔债务到期的时候将会继续展期。新增债务加上已发行到期需偿付但继续展期的债务，等于中国每年发行的债务总额。这些增量都需要加到中国市面已发行债务总量上。

也许中国的高层领导并不能完全理解这台债务机器到底是如何运作的，或者他们仅仅从媒体报道那里了解一些相关的信息。通常，中国的公共债务的数量仅包含财政部的债务，这是最狭窄的定义。在中国只有1%的国内债务由最终投资者持有，即储蓄债券，这绝对不是一个巧合。从银行到基金管理公司，他们除了有少量股份被外资银行和QFII资金持有，其他一切都要么由国有体制控股，要么国有体制直接参与管理。正如工商银行的CEO解释所说，中国依靠“间接”融资，以实现经济增长目标。这意味着，银行代表存款人决定



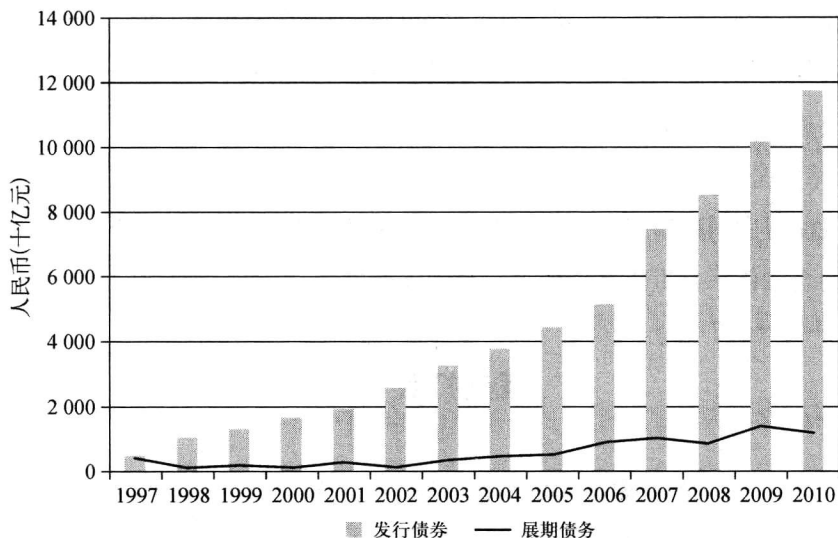


图 8-3 财政部加上政策性银行到期债务展期，  
1997—2009 年 单位：十亿元(人民币)

注：到期债务数量通过年末存款余额和年度新债发行估算。

资料来源：中国债券信息网

怎么样、向谁、以什么样的条件贷款。但在资本市场模式下，这样的金融中介却并不多。最终投资者相对于债务或股票发行人是独立的，因此最终投资人能够在不考虑发行人或借款人利益的同时进行独立的投资决策。但在中国，情况并不是这样的：中央政府控制着银行和银行贷款，并指示其贷款给国有企业。

这就是为什么中国和 1994 年的墨西哥、1999 年的阿根廷，以及今天的希腊和西班牙不同。除了贸易融资，中国人不会向海外借钱。并且因为人民币是不可自由兑换的，离岸市场的投资者和中国境内市场几乎是完全隔绝的。由于外资银行追求足够的资本回报率，所以它们在中国境内信贷和债券市场并没有什么竞争力。其结果是，外资银行在中国金融资产总额中的贡献很少能超过两成；在中国 2009 年的信贷狂潮之后，外资银行的占比仅有 1.7%。而另一个唯一主要进入这个体制的机制 QFII，则是证监会专门为了股票市场——而非债券市场——开放的产品。在目前的总配额是 171

亿美元,数额相对较小。即使这些钱全部投资到债券市场,这与1.87万亿美元的债务相比也是九牛一毛。境外的投资者、投机者、对冲基金或者其他入想要进入到中国债券市场并且挑战中国中央政府对于这些债务价值的评价,绝对是不可能的。简而言之,中国的金融市场是封闭的。国际上的债务危机使得中国政府对于中国金融市场的战略规划变得更加地小心翼翼。中国的金融体系是世界之外的另一个独立帝国。

### 壁垒打破了吗?

如今,中国的金融城墙已经被攻破了吗?在2010年中期,人民币的使用开始在中国香港迅速扩张,这虽然是很小的一个举动,但人们仿佛已经看到人民币在未来将成为国际化货币,甚至是储备货币。2010年夏季至2011年夏季,中国香港的人民币存款从3150亿元人民币增长至超过5000亿元人民币,约合770亿美元(见图8-4)。这似乎是很多钱,但事实上,它仍然只是在城墙上的一个小缝隙:中国香港市场的流动性是有限的,其人民币各项存款余额还不到大陆的1%。

由于中国政府偏爱小型的且可以控制的实验,香港是一个最适于尝试开展人民币国际化业务的地方。香港一直试图保持中国门户的地位,因此任何中国相关资产的扩张都受到了香港特区政府的欢迎,尤其是为了保持相对于中国大陆城市,特别是上海的相对繁荣优势。香港是离岸市场,但总体上又是中国的一部分。虽然台北和伦敦也在积极争取成为人民币离岸中心,而新加坡也早占有先机,但中国香港由于其特殊的政治地位,则保持着各种优势。曾经有一位不愿意透露姓名的中国人民银行官员在北京向欧洲商会透露,北京有意在2015年宣布人民币可自由兑换。这个消息立刻成为全球各大新闻的头条,但是周小川和相关机构立刻出面否认了这件事情。所以中国为我们呈现出的画面往往是旁观者乐于见到的。

在中国,了解一个问题最初产生的原因和运作方式比探索其发展方向

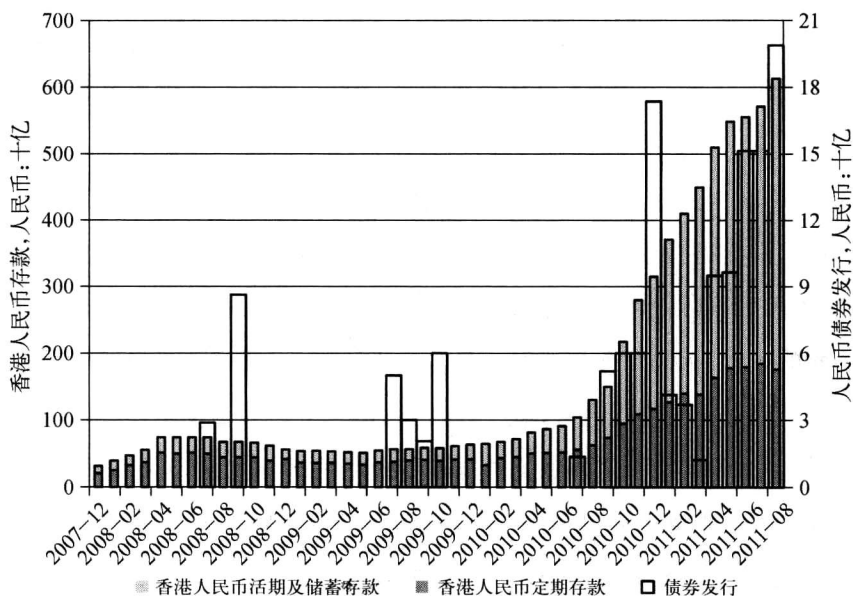


图 8-4 中国香港人民币存款和点心债发行情况 单位：亿美元

数据来源：Wind 资讯；香港金融管理局

要简单得多。2008年9月，雷曼兄弟倒台，中国的领导层对此十分震撼。在中国人眼中的优质金融企业一夜之间轰然倒塌，美国这样的发达国家也陷入了金融危机。这时中国最直观的感觉仿佛是被欺骗了感情，在此之前中国已经积累了大笔的美元资产。谁负责管理这些外汇储备呢？是周小川领导的中国人民银行。经过了非常困难的几个月后，在2009年年初，周小川开始准备反击那些关于央行对于经济金融管理不善的指责。面对美元的储备货币的失败，他提出了创建“超级储备货币”，由一个未指定的全球性机构管理。他建议，用这样的安排取代目前以美元为中心的国际货币体系<sup>①</sup>。这是

① [美] 鲍勃·戴维斯(Bob Davis):《周小川为人民币改革巧施木马计?》(Were China's Leaders Conned?)《华尔街日报》网络版,2011年6月2日。文章援引北京知情人士的话报道说,2009年,周小川成功说服中国领导人批准了他的人民币国际化构想,他之所以能够成功,一个重要的原因是,他运用了一种特洛伊木马策略,利用经济民族主义的说辞来推行自己的议事日程,通过使人民币更依赖市场力量而不是行政命令,最终实现国家放松对经济的控制。而事实上人民币国际化这个故事本身正确与否并不重要。

一个巧妙的政治举措，可以转移人民币的国际压力。更重要的是，周小川清楚并且指出了，中国的民族自豪感可以在这里为复杂的金融市场服务。在2009年7月，中国人民银行正式向国务院提出了人民币国际化的议案并获得通过，将在中国香港、澳门和东南亚地区先行先试。

这一举措是否预示着中国经济的进一步开放呢？鉴于中国国内的诸多限制，人民币国际化的这一小步还是有很大意义的。如果中国要逐步摆脱对美元的依赖，人民币需要得到更多的国际认可，并成为贸易结算货币和储备货币。以中国香港作为其试验田也在情理之中。为了保持离岸和境内市场的平衡发展，北京一定要保证中国银行业的强大实力。但长期来看，人民币国际化的结果就是人民币的价格将逐渐由市场决定，而不是由中国政府管控，但是这个必然的结局却很少有人提及。

在香港的人民币离岸市场究竟是什么呢？从2010年开始，中国人民银行开始积极推动中国的外贸企业在与香港有关的贸易中积极用人民币进行结算。为了推动这项工作，企业被允许使用内地的银行账号向中国香港汇出人民币。但是有个很大的问题，那就是购买中国商品的大多数企业希望支付美元。这将导致中国出口商继续接受美元并将其出售给央行以获得人民币。外汇储备持续攀升。但是另一方面，做转口贸易的中国进口商发现自己在香港、东南亚的贸易对象更希望接受人民币。这种情况的结果就是，境外人民币不断攀升，但是中国的外汇储备也在持续走高。其结果与中国人民银行公布的政策目标相反<sup>①</sup>。

所有这一切都受到市场的欢迎，但是由于境外的储蓄者和投资者的不断加入，人民币开始重新回到升值的轨道。在此时，由于港币汇率是盯住美元的，那么香港人为什么还要持有港币存款呢？这样的热情促使香港金管局在2011年5月底开始保卫港币，这也是在那时首次披露了香港人民币存

---

<sup>①</sup> 《跨境贸易人民币结算为外汇储备上升施加了压力》，《人民日报》网络版，2011年7月29日。

款的持有情况：公司客户持有了 $\frac{2}{3}$ ，而地方居民储户持有其余的部分。

这些存款用来做什么？简单地说，它们不能由银行借出，也不能轻易地返回到中国内地。中国人民银行允许香港金管局推动以人民币计价的本地债券市场。香港“点心债券”的发行受到了强劲的需求推动，因为很少有其他的人民币投资选择。当然，还有一个问题：离岸人民币在中国香港不断地增加，但最终需要国家外汇管理局的批准才可以返回中国境内。即便是这样，就连麦当劳这样的公司也会赶着在香港发行人民币债券融资，因为这里的人民币融资成本比中国内地低得多。那么对于在中国内地市场极难融资的地产开发商和中小企业来说，香港本地的“点心债”市场和美元贷款市场就更加有吸引力了(见表 8-5)。

表 8-5 中国香港点心债发行统计

单位：十亿元(人民币)

发行机构	发行数量	发行金额(十亿人民币)	发行比例
企 业	66	70.54	45.4%
商业银行	15	25.60	16.5%
政策性银行	10	23.00	14.8%
中国财政部	12	34.00	21.9%
国际机构	6	2.27	1.5%
合 计	<b>109</b>	<b>155.41</b>	<b>100%</b>

数据来源：Wind 资讯，截止至 2011 年 9 月 30 日

最重要的是，中资银行甚至发现，中国香港的“点心债”市场的融资成本甚至要比一些中国内地的家庭储蓄资金成本还要低。有报告表明，一些中国内地的银行正计划在香港市场融资 1 600 亿美元，这包括中国建设银行的 800 亿美元融资计划<sup>①</sup>。如果这个交易完成了，那么全市场将会充满流动性。

<sup>①</sup> 《点心销售 250 亿美元》，彭博社，2011 年 9 月 5 日。

这是极具讽刺的，因为那些中资银行在中国大陆长期以廉价的资金成本融资了好多年，带来了极大的资金浪费和通货膨胀，但最终却可以在自家门口的中国香港用更低的成本进行融资，并且不存在股权稀释的问题。

长此以往，对利率以及汇率的市场化有什么意义呢？就现在来看，境外市场的离岸人民币和境内人民币以及中国经济本身并没有多大的关系。离岸人民币债券的融资成本比中国境内的资金成本还要低，其原因就在于境外日益增长的人民币存款对于投资收益的需求。境外的定价主要是依据市场供需关系，而不像在中国境内那样需要考虑更多国家宏观经济和长期发展等因素。这一点同 A 股市场与 H 股市场的运行方式很相似，但是有一个十分重要的不同点，那就是有越来越多的机构在境外发行离岸人民币债券，尤其是银行。这意味着中国可以使自己变得逐渐依赖于境外信贷支持，以及最终的境外债券持有人，就如当年的广东国际信托投资有限公司一样。这似乎与许多中国的领导层从以前的国际金融危机的教训中学到的经验背道而驰。

现在看来，关于人民币国际化的实践并没有减少中国的外汇储备，却使得中国的银行越来越多地投身于境外的债权人。这个特征似乎也说明，这场试验也许就仅止于此了。但是，如果人民币在未来的几年内能够逐渐提升国际接受程度并能够实现自由兑换，那么改革者们也就会成功改变这个现有的体制。但是，那时所有的境外离岸人民币需要像其他任何货币一样，能够在境内外自由地流通使用。在此之前，人民币国际化只是另一种形式的易货贸易而已。

## 城墙的裂隙

虽然中国的金融市场与国际金融市场是隔绝的，但这并不意味着中国能够完全避免发生金融危机。中国金融体制也可能被内部的因素所干扰，就像其过去曾发生过的那样。比如，居民储蓄，政府的养老金债务，以及利

率风险敞口等因素。家庭储蓄是中国国有银行贷款能力的基础。在这场金融游戏中,勇敢的中国人民的储蓄几乎是唯一的非国有资金来源。自2004年以来,中国的银行纷纷扩大他们的消费业务,包括抵押贷款、信用卡、借记卡和汽车贷款。如果有一天中国人突然对贷款和消费充满热情,就像美国消费者一样,那么中国的银行系统会怎么样呢?从长远来看,这对于经济,甚至对于银行,都可能是好的。但在短期至中期,政府似乎不大可能会在中国富足的东部沿海城市之外积极鼓励美国式的消费主义。这本身可能是一个巨大的社会不稳定因素,因为越来越多生活在内地的人们会羡慕这种杠杆式的生活方式。

但现在整体的人口在向相同的方向运动,中国社会正在老龄化。据新华社的报道,到2050年,中国 $\frac{1}{4}$ 人口将超过65岁,而实际退休人口将远远超过这个数字(见表8-6)。随着人口的老龄化,储蓄将被用到养老和保健领域。如果中国政府试图继续通过负债来驱动经济增长,那么政府通过刺激消费拉动增长的可能性就会较小,预计仍将以出口拉动经济为主。

表 8-6 中国人口老龄化

	人口(十亿)	0—14岁(百万)	15—64岁(百万)	65岁以上(百万)
1995	1.21	327	808	76
2000	1.26	328	845	87
2010	1.35	293	956	104
2020	1.43	287	989	153
2030	1.48	278	989	214
2040	1.49	287	950	252
2050	1.47	211	962	300

数据来源:世界银行,《华尔街日报》亚洲版,2001年6月15日至17日

这似乎也表明，任何国家如果想要以充足的资金全面推行社会保障计划都是不可能的。尽管在 1997 年，政府开始面对一切困难建立自己标准的社会保障体系，而在另一方面，当时政府的确有足够的资金来推行这个项目。此外，政府管理下的社会保障资金缺乏合适的投资机会，能够在可接受的风险下，提供高于通胀率的回报收益。其实这又可以回溯到中国资本市场发展不成熟的问题。随着劳动力年龄不断老化，中国政府需要通过负债来为社会保障体系融资，以填补这个缺口<sup>①</sup>。劳动和社会保障部估计的或然负债只有 2.5 万亿元，而在 2005 年，世界银行的估计达到人民币 13.6 万亿元。这大约相当于中国国内生产总值的 10% 至 40%，这是一笔相当大的负债。

中国脆弱的债务战略也使得其不能轻易加息。在某些时候，越来越多的债务而产生的沉重的利息负担将限制政府投资新项目的的能力并阻碍经济增长(见表 8-7)。通过非常粗略的估计，我们可以看到，截至 2009 财年，中央和地方政府债务的利息总支出占国家预算收入的 13%，并可能在未来两年会增长到 16%(见表 8-7)。通货膨胀也构成了威胁，因为它会增加政府的借贷成本，并对银行账户中作为长期投资持有的债券的估值形成压力，因此不得不就估值做出相关的规定。这就是为什么人民银行发现它难以再提高利率，从而也限制了其为了应对通胀所使用的金融工具。提高银行贷款率会影响企业的业绩，并在债券市场引起一系列连锁反应。这也引起了货币升值的预期，因此也鼓励了热钱流入。中国人民银行在 2008 年时曾一度持续下调利率水平，但在那之后的几年，市场的流动性压力和持续的顺差迫使政府不得不提高利率(见图 8-5)。由于在较早以前中国央行较少使用存款准备金率，因此在后来逐渐提高了存款准备金率的使用频率。

---

<sup>①</sup> 从 2008 年开始，中国政府开始继续执行 2001 年的老政策，由支付 10% 的上市公司股票给社保基金。即便是这样，社保基金仍然处于资金不足的状态。



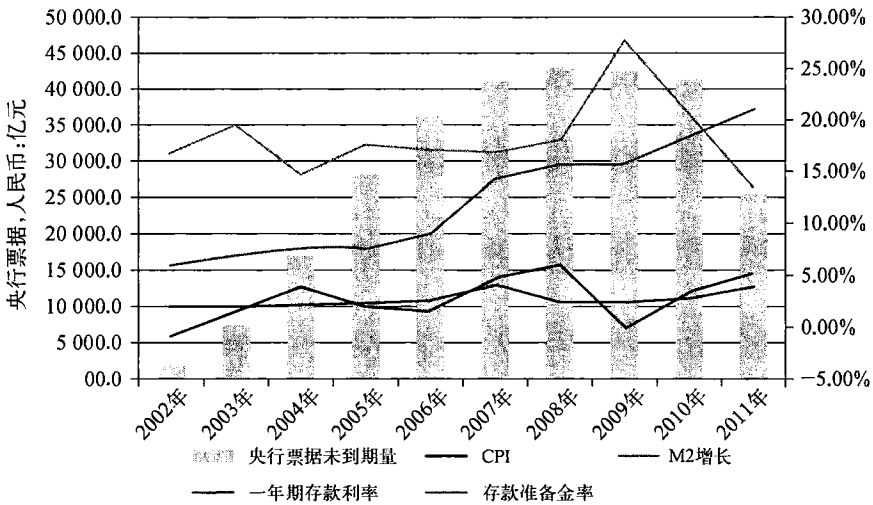


图 8-5 中国人民银行的抗通胀工具以及通货膨胀率

数据来源：中国人民银行，《金融稳定报告》，Wind 资讯

表 8-7 中央和地方债务的利息费用估计,2009—2011 年

单位：十亿元(人民币)

人民币(十亿元)	2009 年	2010 年	2011 年
<b>金额</b>			
中央政府债务	5 541	6 263	6 832
省级债务	200	400	800
政策性银行和铁道部债务	4 846	5 747	6 781
财政部 1998 年特别债券加工商银行、农业银行以及信达资产管理公司的应收账款	1 078	1 058	1 058
财政部承担地方政府债务			2 150
中央政府总债务	11 665	13 468	17 621
地方政府债务	7 800	10 700	13 700
<b>利率</b>			
中央政府	0.026 9	0.024 1	0.027 5

续 表

人民币(十亿元)	2009年	2010年	2011年
政策性银行及铁道部	0.0389	0.0361	0.0395
财政部特别债券及应收账款	0.0225	0.0225	0.0225
地方政府债务	0.0669	0.0641	0.0675
利息			
中央政府利息	367	392	502
地方政府利息	522	686	925
总计年利息	889	1078	1426
国家财政收入	6852	8308	8972
中央政府收入	3592	4247	4586
总利息支出占国家收入比例	12.90%	12.90%	15.90%
中央政府利息支出占中央收入比例	10.20%	9.20%	10.90%

注：债务数据见表8-1；数据基于Wind数据库和作者统计；国家和中央财政的预算收入见2011年3月中国财政部向全国人大做出的报告。

存款准备金工具于1985年出现，到2003年之前只使用了4次，但之后它已用了30余次。它相当于“冻结”了一部分的银行存款，从而限制了银行的贷款能力：没有资金就没有贷款。在2011年中期的时候，主要商业银行的存款准备金率已达21.5%，在当时已经达到了历史高位。即21.5%的所有银行存款需要存储在中国人民银行的账户中。存款准备金工具和庞大的银行间短期票据是中国人民银行能够控制中国货币供应量的唯一办法。这并不奇怪，因为中国的央行过去很容易受到那些推崇苏联式行政干预的人们的政治责难。

尽管中国日益增长的债务负担和坏账可能将拖累经济的增长，但这并不意味着中国陷入了债务违约的危机之中。如果管理得当的话，中国的负债式增长将有可能持续很长一段时间。看看目前在欧洲的债务危机，这个

隐患已埋下了有十年之久的时间。而希腊问题的出现,主要是从其加入欧共体时开始,其财务账目管理要满足进入欧洲经济共同体的要求。然而直到十多年后的今天,问题才出现在公众的视野。

由于中国地大物博,人口众多,所以要想让中国如 20 世纪 80 年代的日本一样,在高速发展之后遭遇长期的经济衰退几乎是不太可能的。和日本的银行不一样,中国的银行并没有如此的开放,也没有急于“走出去”,即使中央政府支持它们这么做。而且中国政府已经从日本政府那里学到了一些教训:一定要严格控制货币升值。中国知道,当日本允许日元升值并放松金融市场管制之后,日本就进入了其资产泡沫肆意发展的最后阶段。

总之,中国越来越依赖于负债来推动 GDP 增长,这意味着在利率、汇率或重大外资参与国内金融市场等方面,在可预见的未来不会有突破意义的改革。尽管未来的资本重组将不可避免地发生,但中国的主要银行也不会有任何进一步重大的改革或者“国际化”。2008 年秋季发生的事情又一次为中国的金融体系改革打下了封条。“不要再告诉我任何失败的模式了”,这是中国官员在这些日子一直持有的观点。但是中国本身的金融模式值得全世界去学习吗?在这样一个金融体系之下,中国能够称之为,或在未来能够成为一个超级经济体吗?

## 中 国 特 色

在此背景下,我们不禁要问一个问题:为什么要那么繁琐地建立债券市场和股票市场,而要把银行摆在后面?为什么银行不干脆直接放贷给财政部或国家开发银行,就像他们融资给当地政府以及其项目一样?建立一个复杂和难以管理的金融系统的优点是什么?

这些问题的答案是复杂的,并且有许多方面。整个中国的金融体系可以从以下几个角度来看:一是企业转型的一个重要催化剂;二是一种能够使资金在不同群体间流动的机制;三是能够为地方企业和政府吸引外资而装

点门面。首先,在 20 世纪 80 年代后期,因为中央政府要推行国有企业和其他经济领域的改革,需要利用最先进的经济实践。西方国家的金融模式,涉及股权和资本市场,似乎能够满足政府的要求。在邓小平的大力支持下,以西方的法律、会计和监管体制为借鉴,积极推动建立中国的资本市场并引导中国国有企业上市,逐渐成为一个共识。在短短的几年中,中国企业开始在国际资本市场上市,中国“国家队”开始形成。

这只能被视为中国共产党的伟大成功,但是从很多方面来看,中国“国家队”却是中国政治和经济游戏规则的改变者。这些大型国有企业拥有巨大的政治和经济力量,它们怎么会希望国内(或国际)的监管机构抑或任何其他政府机构对他们的业务有显著的影响呢?这样的企业会希望中国内地的股票市场或中国香港的股票市场,向着国际先进资本市场的模式发展吗?这些问题的答案很明显是“不”。如果市场的发展进步不符合这些“国家队”的利益,那么它们就可能试图阻止其发展的脚步。这就是为什么中国的问题在其他国家看来是那么的纠结。市场上的所有“行头”都是来自于西方的金融模式: B 股, H 股, 本地银行的附属公司, 本币衍生工具, QFII, QDII, 证券, 共同基金和商品合资企业, 这些东西都尝试了, 并且有些很成功。但这些都只是在紫禁城广阔领域内的小小扩展罢了。

近期人们一直在谈论在上海证券交易所推出国际板的事情,但至少从 1996 年,梅赛德斯-奔驰就已经开始寻求在上海上市。在债权市场,只有亚洲开发银行和国际金融公司(IFC)被获准发行债券,但被要求在现有的利益和投资者的框架内,只能为经国家批准的项目提供资金。自 2004 年以来,中国重要的非国有企业已经允许在深圳市场上市,但在 400 多家上市公司中,只有 4 家成为中国企业 100 强,他们所占总市值只有 2.2%。此外,非国有企业在消费、食品、高科技领域,医药及其他轻工行业占有很大比重。在历史上,国有企业在这些领域占有的份额较小。总之,非国有企业,无论对于中国的出口和就业多么的重要,也不会有机会在中国得到很大的发展,更不要说和国家队“分庭抗礼”了。

回答这个问题的第二个方面是,它适合中国现有的利益结构。在这种复杂而又原始的金融体系中,资金的换手率很高。多种金融产品,监管机构,市场和规则都掩盖了中国庞大的现金流的来源和去向。在这种商业环境下,中国的“国家队”在中国的国内市场堆积了庞大的财富,并积累了丰厚的利润。这些企业集团不希望有什么变化,他们认为外资的参与没有任何必要。外商的参与将有可能为中国经济带来新的价值,但是也会让整个事情变得更为复杂。这些国有资本为什么要与外商分享自己的财富呢?如果说当初中国加入 WTO 是为了向国际开放并推动经济改革,那么在 2008 年之后,这个目标就逐渐淡出了人们的视线。

就当前中国金融部门的发展情况而言,2008 年金融危机和雷曼兄弟的倒闭已经削弱了中国中央政府对于金融业寻求更大开放性和国际参与的意向。这次的全球金融危机几乎颠覆了自 1992 年以来中国政府学习借鉴的西方金融模式。这使得一些改革开放前,基于平均主义的社会主义计划经济发展的思想开始重新出现。在党内原本就有一些人,自打一开始就并不支持走市场经济的道路,正如我们在第一章提到的话:“辛辛苦苦几十年,一夜回到解放前。”这些人对于改革开放无法理解,他们一直怀疑,如果就这样“回到解放前”,那么他们曾经辛苦革命究竟为了什么?而今天,这种思潮又重新出现,一些人希望中国能够回到过去的体制。但是,这些人错了,因为如果中国不走金融改革的道路并且开放市场,那么中国就无法取得像今天这样让他们引为自豪的辉煌成就。

中国中央政府支撑整个“国家队”的成本是巨大的。但我们应当认识到,当时中国“国家队”的形成是在 20 世纪 90 年代后期这个产业全球化的大背景之下开始的<sup>①</sup>。在几乎每一个产业领域中,中国都要开始面对国际竞争对手的规模、专业知识和经济影响力,而这些中国自己的公司本身并不具备。1997 年中国移动 45 亿美元 IPO 的成功显示了前进的道路。朱镕基总

---

<sup>①</sup> Nolan 在 2001 年曾深入探讨了在全球产业整合背景之下的国有企业改革。

理要将中国的企业推入世界 500 强行列的目标堪比美国的阿波罗登月计划。而今,这些公司逐渐变得十分庞大、富足而不可撼动,它们组成了中国的国内市场的主体,并且具有强大的社会影响力,它们理所当然要得到金融体系毋庸置疑的支持和配合。

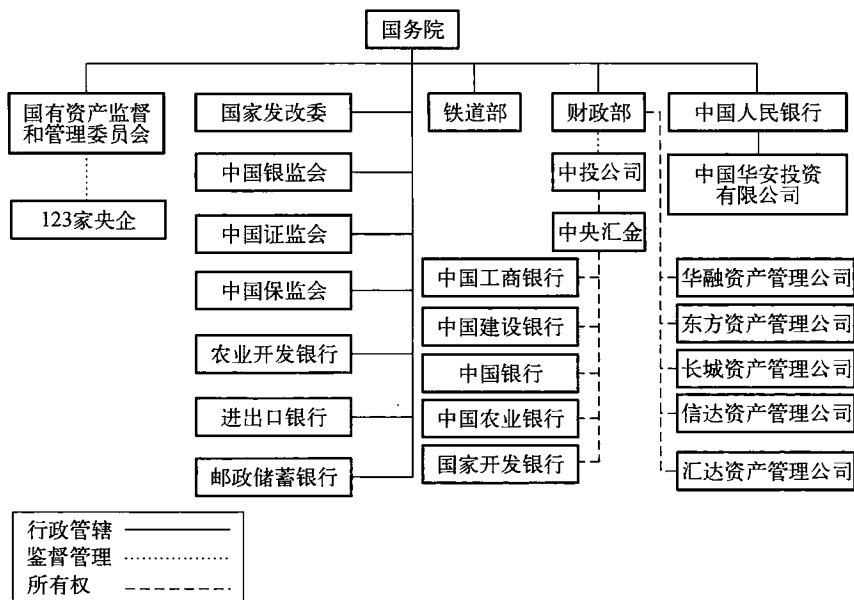
这就是看待中国复杂金融问题的第三个方面。当旁观者一旦将中国市场看作一个新兴市场的时候,不管从政治角度、商业角度或是学术角度,一切问题都变得不难理解了。从这方面来看,做好中国金融市场的“基础设施建设”是十分重要的。在过去的 18 年里,中国已经逐渐对外资开放,并发展了自己的股票和债务市场,发展了自己的共同基金行业,拥有了养老基金和主权财富基金,中国也发展了自己的货币市场,拥有了国际化的央行,发展了住房贷款和信用卡,现在中国也拥有一个新兴的汽车行业以及一些辉煌的城市。因为中国表面上看上去和西方世界很像,因此国际投资者很容易接受这一切,他们很高兴,因为这一切看上去是那么地熟悉并且让人感到意外。这给人一种感觉,那就是中国的一切都可以按照他们的方式被理解、衡量和估值。如果中国明确要继续坚持苏联模式的金融体系,那么这些国际投资者就不会有以上的感觉。但事实上,中国体制内仍有一部分苏联金融模式的残余。

中国人通常习惯于声称他们的系统具有复杂性,很多人认为,中国的经济体制是不同于西方的,所以中国的市场运作方式与西方也不一样。事实证明,这只是对于事实简单的陈述而已。从表面看,中国这个经济体似乎拥有一个巨大的成长故事,在过去的十年,它经历了十分繁荣的增长。但这仅仅是表面而已。在高速成长的背后,中国已经经历了一次次的繁荣和萧条。中国的成长故事值得每一个中国人,当然也包括西方社会,去仔细地思考和研究。我们不能简单地认为,诸如“股票”、“债券”、“资本”或“收益率曲线”或“市场”等词汇在中国的经济和政治领域分别具有相同的含义。如果对于中国经济和社会没有一个严肃认真的研究态度和好奇心,那么会导致各种误解,并且丧失机遇。而这种损失对于中国或是外国的伙伴们来讲可是极

为奢侈的。中国共产党和政府长期以来对于将西方资本市场融入中国国有体制的努力,在短期内见效并使中国的社会和经济发生了巨大的变化。但这样的变化掩盖了一个现实,那就是在这样一个从来未曾实践过的社会体系之下,所有中国有能力的机构都在拼命从事“资本的原始积累”。如果马克思今天还活着,他会毫无疑问地在中国发现大量新的素材,而他的杰作也很可能会有一个新的版本,叫做《具有中国特色的资本论》。

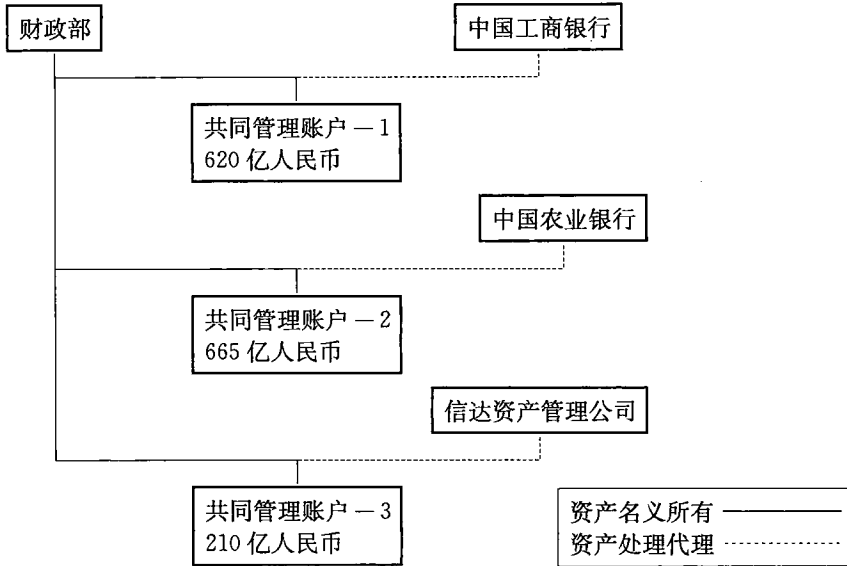
# 附 录

中国中央政府主要金融机构组织结构图

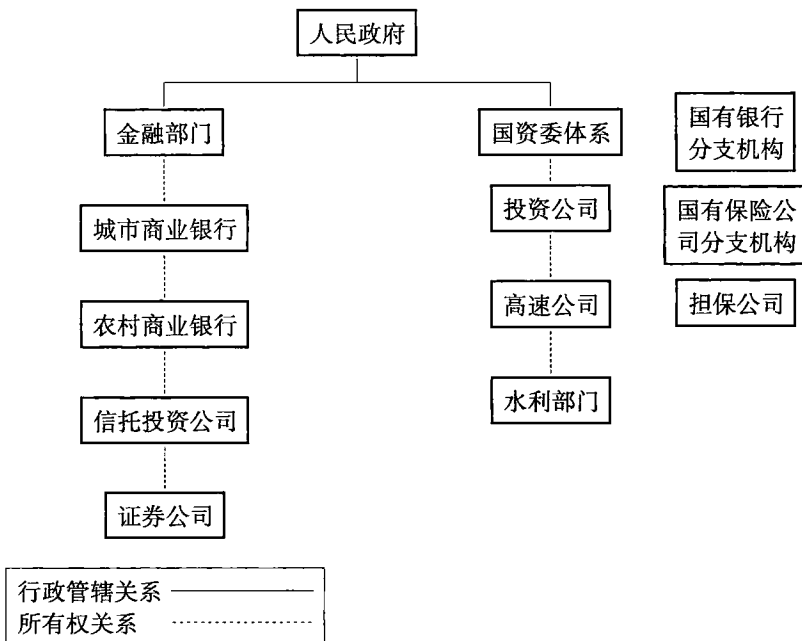




财政部利用共同管理账户管理不良资产, 2010 财年



典型的地方政府金融系统相关机构



## 参 考 书 目

### 报纸及期刊

《21 世纪经济报道》

《财经》

《中国经济季刊》

《金融时报》

《经济观察报》

《华尔街日报》

### 网站及信息系统

彭博财经 Bloomberg

财新 [www.caixin.com.cn](http://www.caixin.com.cn)

中国债券网 [www.chinabond.com.cn](http://www.chinabond.com.cn)

中国银行间市场交易商协会 [www.nafmii.org.cn](http://www.nafmii.org.cn)

中国人民银行 [www.pbc.gov.cn](http://www.pbc.gov.cn)

美中商会 [www.uschina.org](http://www.uschina.org)

Wind 资讯 [www.wind.com.cn](http://www.wind.com.cn)

## 书籍及相关出版物

### 年鉴或年报

中国农业银行年报,2007—2009年

中国农业银行H股招股说明书,2010年

中国银行年报,2003—2010年

国家开发银行招股说明书,2014年到期的6亿美元票据

中国建设银行年报,2003—2010年

中国工商银行年报,2003—2010年

中国统计局《中国统计年鉴》,中国统计出版社

《金融稳定报告》,中国人民银行, [www.pbc.gov.cn](http://www.pbc.gov.cn)

《中国金融统计1948—2005》,主编:苏宁,中国金融出版社2007年出版

### 书籍,论文及专著

Brodsgaard, Kjeld Erik,《中国的政治与商业集团的产生》,未发表手稿,2010年4月

Curry, Timothy 和 Shibut, Lynn,《储蓄贷款危机的真实代价:真相与后果》,美国联邦存款保险公司银行评论,2000年12月

Demirguc-Kunt, Asli 和 Levine, Ross,《金融结构与经济增长》,剑桥:MIT出版社,2004年出版

Faure, David,《中国和资本主义:现代中国商业企业的历史》,中国香港:中国香港大学出版社,2006年出版

高坚,《中国债券资本市场》,新加坡:John Wiley & Sons出版社,2007年出版

高坚,《中国国债》,北京:经济科学出版社,1995年出版

Nolan, Peter,《中国和全球经济》,帕尔格雷夫:MacMillan出版社,2001

年出版

Shih, Victor,《大冰糖山(Big Rock Candy Mountain)》,中国经济季刊,2010年6月

Walter, Carl E 和 Howie, Fraser J. T. ,《私有化的中国：中国股票市场内幕(第二版)》,新加坡：John Wiley & Sons 出版社,2006年出版

王年咏,《复苏与起步：1980—1991年中国证券市场简史》,中国财政经济出版社,2004年出版

吴敬琏,《中国经济60年》,发表于《财经》杂志,2009年9月28日

杨凯生,《稳定我国商业银行资本充足的几点思考》,发表于《21世纪经济报道》,2010年4月13日

周小川,《吸取教训以利再战》,人民银行行长周小川在2005年10月20日中国债券市场发展高峰论坛上的讲话 [http://www.pbc.gov.cn/publish/hanglingdao/2950/1151/11519/11519\\_.html](http://www.pbc.gov.cn/publish/hanglingdao/2950/1151/11519/11519_.html)

# 索引

## B

- 北京金融资产交易所 Beijing Financial Asset Exchange 69  
不良贷款 Nonperforming loans (NPLs) 5, 18, 25, 26, 39, 40, 44 - 46, 48, 50 - 53, 55 - 61, 63 - 78, 83, 84, 125, 126, 132, 143, 154 - 156, 158, 161, 163, 217 - 219, 223

## C

- 财政部 Ministry of Finance (MOF) 17, 18, 20, 28, 30, 32, 37, 49, 52 - 54, 56 - 58, 60 - 73, 80, 84 - 87, 89, 90, 100 - 109, 112, 116 - 120, 124, 128, 130, 132, 134, 136, 138, 143, 147, 150 - 156, 159, 161 - 163, 174, 190, 192, 211, 212, 214 - 220, 225, 226, 231, 235 - 237, 243  
长江三角洲地区(长三角) Yangzi River Delta area 7  
承销费用 Underwriting fees 97, 140, 166, 167  
重组信托公司 Resolution Trust Corporation (RTC) 5, 52, 68  
出口 Exports 5, 7, 9, 25, 36, 37, 80, 82, 90, 93, 149, 162, 218, 230, 233, 238

## D

- 地方政府融资平台 Financing platforms of local governments 3, 142, 221  
点心债 Bond dim sum 229, 231  
东方资产管理公司 Orient AMC 84, 198

## E

- 二级债券市场 Secondary bond market 102

## F

- 房地产 Real estate 31, 35 - 37, 39, 75, 78, 84, 89, 116, 149, 168, 169, 208, 209  
风险管理 Risk management 18, 25, 31, 93, 103, 135

## G

- 高盛 Goldman Sachs 10, 53, 84, 164, 177, 179, 181, 183  
共同基金 Mutual funds 17, 122, 136, 205, 206, 210, 238, 240  
广东国际信托投资公司 Guangdong International Trust & Investment Corporation (GITIC) 22, 26, 31, 34, 37, 75, 222  
国家发展和改革委员会(发改委) National Development and Reform Commission (NDRC), 20, 53, 185, 215  
国家经济和贸易委员会(经贸委) State Economic and Trade Commission 185, 186, 188, 189  
国家经济体制改革委员会(体改委) State Committee for the Reform of the Economic System (SCRES) 171  
国家外汇管理局(外管局) State Administration of Foreign Exchange (SAFE) 231  
“国九条” “The Nine Articles” 17, 134  
国有经济 State-owned economy 9, 14, 22, 23, 28, 81, 171  
国有企业 State-owned enterprises(SOEs) 9, 10, 13, 14, 20, 22 - 24, 31, 45, 46, 59, 60, 63, 78, 91, 100 - 102, 122, 130, 135 - 137, 145, 155, 161, 164, 169, 171 - 174, 176, 178, 179, 185, 186, 191, 207 - 209, 211, 212, 214, 221, 222, 227, 238, 239  
国有资产监督管理委员会(国资委) State-owned Assets Supervision and Administration Commission (SASAC) 186 - 189, 191, 199, 204  
故宫 Forbidden City 213, 238  
股票市场 Stock markets 10, 14, 15, 17, 19, 20, 27, 31, 41, 42, 92, 98, 102, 133, 135, 151, 165, 167, 169, 173, 179, 182, 186, 193 - 195, 204, 206 - 209, 215, 227, 237, 238, 246

## H

- 海尔 Haier 188, 202  
海南房地产泡沫的破裂 Great Hainan Real Estate Bust of 35  
“好银行/坏银行”的方案 Good bank / bad bank approach 52  
合格境外机构投资者 QFII 206, 210, 226, 227, 238  
核销 Write-offs 60, 65  
回购市场 Repo markets 114  
汇率 Exchange rates 18, 20, 21, 81, 82, 127, 160, 161, 163, 166, 177, 230, 232, 237  
回收率 Recovery rates 39, 45, 70, 71  
货币供应量 Money supply 39, 45, 70, 71  
贷款回收率 loan-recovery rate 45

## J

- 交通银行 Bank of Communications 13, 29, 33, 46, 175, 183, 197, 211

交易市场 Trading market 13,42,102,111,206  
 金融服务 Financial services 10,93  
 金融市场 Financial markets 15,17,20,22,78,80,95,113,150,160,161,173,178,  
 215,228,230,232,237,240  
 金融稳定局 Financial Stability Bureau 61,75  
 经济刺激计划 stimulus package 89,94,161,220  
 居民储蓄 Household savings 118,122,232

## L

雷曼兄弟倒台 Lehman Brothers, collapse of 229  
 利率 Interest rates 18,21,57,81,96,97,99 - 102,104 - 107,110,111,113,114,116,  
 119 - 121,124 - 126,148,151,152,156,160 - 163,167,206,208,209,232,234,235,237  
 利益相关者 Stakeholders 193,215

## M

贸易趋势 Trade, trends in 5  
 美国银行 Bank of America(BOA) 19,53,84

## P

平安人寿 Ping An Life 200

## Q

全国人民代表大会(全国人大) National People's Congress 54,72  
 全球金融危机 Global financial crisis 25,93,94,131,137,149,239

## R

人口老龄化 Aging population 233  
 人民币国际化 Internationalization of RMB 89,228 - 230,232  
 融资平台 financing platforms 32,36,78,137,138,140 - 143,218,221

## S

山东电力(鲁能) Shandong Power 145,146  
 申银万国 Shenyin Wanguo 117,192  
 深圳发展银行 Shenzhen Development Bank 33,169,170  
 深圳证券交易所 Shenzhen Stock Exchange 167,208  
 世界贸易组织 World Trade Organization (WTO) 3,5  
 收益率曲线 Yield curves 100,240  
 四大银行 Big 4 banks 4,17,37,44,47,51,55 - 58,60,61,64,71,92,120,161,163,

## 250 红色资本：中国的非凡崛起与脆弱的金融基础

169,187,191,216,218

私有产权 Private ownership 167

所有权 Ownership 62,66,90,154,155,159,167,168,179,186,190,192,193,209,243

### T

体制内经济 Economy inside system 14,22,81,91

铁道部 Ministry of Railways 78,217 - 220,225,235,236

通货膨胀 Inflation 25,31,34,35,102,114,116,119,121,124,148,149,151,154,161,  
168,196,208,224,232,234,235

通商口岸 Treaty Ports 7,9

投资银行家 Investment bankers 10,11,13,23,167,177,178,180,184

投资者 Investors 6,7,15,17 - 20,31,41,49,51,53,55,59,61 - 63,74,75,86,95 -  
102,104,111 - 113,116,118 - 123,126 - 129,131 - 133,136,144,146,147,151,153,  
156,159,160,162 - 164,169,170,175,180 - 182,184,193 - 212,226 - 228,230,  
238,240

### W

万国证券 Wanguo Securities 116

万科 Vanke 169

外国银行 Foreign banks 27

外国直接投资 Foreign direct investment (FDI) 14

外汇储备 foreign exchange reserves 9,18,21,22,37,38,55,56,61,62,65,80,82,83,  
148,149,151,152,159,161,214,229,230,232

### X

信达资产管理公司 Cinda AMC 75 - 77,85 - 88,235,243

信用评级机构 Credit rating agencies 96,144 - 146

熊谷组 Kumagai 36

### Y

亚洲金融危机 Asian Financial Crisis 4,11,15,22,25,31,36,52,94,137,179,216

以美元为中心的国际货币体系 Dollar-centric international monetary system 229

仪征化纤项目 Yizheng Chemical Fiber project 174

佣金 Brokerage fees 146,167,179

邮电部 Ministry of Posts and Telecommunications 180

预算赤字 Budget deficits 101

预算支出 Budget expenditure 191,225,226



## Z

- 债券市场 Bond markets 15,17,18,20,28,90,95-100,102-104,108,112-114,116,118,121,123,127,128,130,131,133-138,140,141,144,160,163,164,167,174,208,214,215,227,228,231,234,237,246
- 中国保监会 Chinese Insurance Regulatory Commission (CIRC) 215
- 中国的经济体 Economies of China 240
- 中国电信 China Telecom 12,177,179,183,188
- 中国工商银行 Industrial and Commercial Bank of China (ICBC) 10,11,26,33,40,42,44,46,64,67,68,70,73,80,85,86,90,124,191,217,243,245
- 中国国家开发银行 China Development Bank(CDB) 24,29,37,90,128
- 中国国际信托投资公司 China International Trust and Investment Corporation (CITIC) 33
- 中国建设银行 China Construction Bank(CCB) 19,26,44,52,53,55,61-63,65-67,70,73,76,85,87,88,124,130,191,192,199,231,245
- 中国经济开发信托投资公司 China Economic Development Trust and Investment 117
- 中国联通 China Unicom 183,210,211
- 中国农业银行 Agricultural Bank of China (ABC) 11,25,26,33,44,47,53,65-67,80,83,124,127,151,161,194,199,217,243,245
- 中国人民建设银行 People's Construction Bank of China (PCBC) 33,130
- 中国人民银行 People's Bank of China (PBOC) 15,17-21,27,29,32,33,55,57,59,60,62-66,71-82,84,103,106,127,128,133,134,149,151,160,214-217,221-223,228-231,234-236,244,245
- 中国银行 Bank of China(BOC) 11,17-20,26,27,31,33,34,40,44-46,48,50-52,54,55,57,61-67,70,73,79,84,86,89,90,123,124,126,135,146,154,158-160,175,183,191,192,194,197,209,214,216,230,244,245
- 中国银行间市场交易商协会 National Association of Financial Markets Institutional Investors (NAFMII) 135
- 中国银行业管理监督委员会(银监会) China Banking Regulatory Commission(CBRC) 17,18,44,53,77,79,122,137,142,143,160,214,215,219
- 中国政府债券 Chinese government bond (CGB) 17,225
- 中国人寿 China Life 11,175,183,197,198,202,212
- 中国神华能源 China Shenhua Energy 201,205
- 中国石油 Petro China 11,214
- 中国投资公司 China Investment Corporation (CIC) 148,149
- 中国移动 China Mobil 10,11,179-183,210,211,239
- 中国证监会 China Securities Regulatory Commission (CSRC) 42,53,117,194,215,216
- 中期票据 Medium-term notes (MTNs) 97,112,135,136,138,140,144,145

- 中央汇金投资有限公司(汇金公司) Central SAFE Investments 17, 19, 20, 49, 62, 63, 65, 66, 74, 75, 132, 151 - 156, 159 - 162, 186, 191 - 193, 209, 214
- 主权财富基金 Sovereign wealth funds 19, 89, 90, 128, 149, 150, 153, 159, 217, 240
- 资本重组 Recapitalization 25, 237
- 资本充足率 Capital-adequacy ratio 25, 48, 56, 92, 158, 162
- 资本市场 Capital markets 11, 13 - 15, 17, 20, 46, 49 - 51, 53, 96, 97, 102, 112, 113, 116, 126, 133 - 135, 149, 161 - 164, 172 - 174, 178, 180, 182, 184, 194, 214, 215, 227, 234, 238, 241, 245
- 资产管理公司 Asset-management companies 5, 20, 26, 29, 52 - 55, 58 - 60, 63 - 68, 70 - 77, 79, 83 - 93, 130, 143, 155, 156, 163, 197 - 199, 206, 218, 223, 235, 243
- 资产质量 Asset quality 44
- 组织部 Organization Department 90, 187

## 译者后记

本书的英文版第一版面世之后，国内的网站上有一些网友自发的讨论，引起我们的注意。不久，本书又在美国出版了经过修订和增补的第二版。一部由西方学者撰写、旨在向西方读者介绍中国金融体制变革、发展及其现状的专业性很强的图书，短期内一版再版，并在国外和国内都产生了一定的影响，这件事本身颇有意味：中国改革开放 30 多年取得的辉煌成就举世公认，令人眩目。在经济全球化的大势之下，外国人迫切需要了解中国，中国也需要了解外国对中国的各种看法和议论。诚然，西方人总是用他们的习惯来看中国，固有的局限和偏见是不可避免的，但这并不妨碍我们“兼听则明，偏信则暗”。

现在呈现在读者面前的这个中文版，是根据英文第二版翻译的。祝捷翻译了本书的两篇序言和第一章、第二章、第三章、第八章，刘骏翻译了本书的第四章、第五章、第六章和第七章。祝捷对译稿的文字体例进行了统改，江南村镇银行董事王海先生对书稿作了审校。出版社按照与授权方的约定，要求译者对原书个别文字作了删节和技术性处理。由于译者学识水平所限，译文简陋错讹之处在所难免，诚望识者指教，以期补正。

感谢责任编辑鲁培康、胡曦露的辛勤工作！感谢东方出版中心各位为本书付出劳动的工作人员！

译者

2013 年 5 月

封面

书名

版权

前言

目录

## 第一章 中国改革开放政策的回顾

2008年夏天

开放的三十年：1978 2008年

金融改革的十三年：1992 2005年

金融改革的结束：2005年

中央国企“大家庭”

## 第二章 中国的银行堡垒

银行就是中国的金融体系

中国的银行都是大银行

危机：刺激银行改革，1988年和1998年

20世纪80年代的扩张

海南房地产泡沫

广东国际信托投资有限公司

2010年中国的银行堡垒

对于资金和现金分红的渴求，2010年

## 第三章 脆弱的堡垒

人民银行的重组模式

四大银行的部分注资，1998年

“坏银行”和“好银行”，1999年

资产管理公司收购的不良债务，2000年

人民银行重组中国建设银行和中国银行，2003年

“商业”不良资产处置，2004 2005年

工行和农行的资本结构调整，2005年和2007年

财政部的重组模式

“坏银行”的表现及其意义

中国人民银行的“永久卖出期权”

新的经济“大跃进”

中国最新的银行经营模式

资产管理公司的估值

意义与影响

## 第四章 受管制的中国\*市场

中国为什么需要\*市场？

风险管理

人民银行打造的完美的收益曲线

由假想交易产生的假想曲线

固化收益曲线

现金和回购市场

“3.27”国债期货事件

“金字塔”的基础：对居民储蓄的保护

## 第五章 中国\*市场上的纠葛

国开行、财政部和四大国有商业银行

中国人民银行和国家发改委

地方政府的“松绑”

融资平台

信用加强

省级政府的半主权债务

中国投资公司：中国金融体系中的关键

人民币冲销和中投

中投对其拥有银行的掌控

金融市场的周期

## 第六章 西方金融、国企改革和中国股市

今天的中国股市

中国为什么要建立股市？

炒股热和社会动荡

国有企业公司化改革

股市给了中国什么？

全国性金融市场和地方

中国电信：高盛完成的“上帝的杰作”

## 第七章 “国家队”与中国政府

1998年机构改革

国资委模式和汇金模式的比较：谁拥有谁？

超大规模投资者和超大上市规模

初级市场表现：让每个人都满意

谁的热钱：二级交易市场

赌场还是成功，还是两者皆是？

启示

## 第八章 紫禁城

金融王国

红墙背后

另一个王国

壁垒打破了吗？

城墙的裂隙  
中国特色

附录  
参考书目  
索引  
译者后记