



金融市场的魔鬼与天使

巴曙松 著

在局外人看来，

金融行业是大规模资金流动的行业，

但是实际上，

金融行业的从业人员更多的是进行精细的计算与权衡。

从这个意义上说，我很喜欢用一句西谚来描述金融业：

魔鬼在细节中，天使也在细节中。

财经观察

浙江人民出版社

金融市场的魔鬼与天使

巴曙松 著

浙江人民出版社

图书在版编目(CIP)数据

金融市场的魔鬼与天使/巴曙松著. - 杭州: 浙江人民出版社, 2004.6

ISBN 7-213-02780-8

I.金... II.巴... III.金融-中国-文集
IV.F832-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 026197 号

金融市场的魔鬼与天使

巴曙松 著

出版发行 浙江人民出版社
(杭州体育场路 347 号)
市场部电话 0571-85061682

责任编辑 蔡颖春

封面设计 孙晓亮

责任校对 鞠朗 朱晓阳

激光照排 杭州天一图文制作有限公司

印刷 杭州大众美术印刷厂
(杭州市拱康路)

开本 787 × 1000 毫米 1/16

印张 17

字数 24.7 万 插页 2

印数 1-6000

版次 2004 年 6 月第 1 版
2004 年 6 月第 1 次印刷

书号 ISBN 7-213-02780-8

定价 25.50 元

如发现印装质量问题,影响阅读,请与印刷厂联系调换。

前 言

在局外人看来,金融行业是大规模资金流动的行业,但是实际上,金融行业的从业人员更多的是进行精细的计算与权衡。从这个意义上,我很喜欢用一句西谚来描述金融业:魔鬼在细节中,天使也在细节中。

金融机构经营管理水平的高下、金融从业人员能力的高下,往往体现在对于金融市场细节的判断中。风起于青萍之末,金融业在许多场合,考验的是这种注重细节、见微知著的判断力。

正由于此,我把这本收取了我在香港工作期间的经济金融评论的集子定名为《金融市场的魔鬼与天使》。

如果把香港与经济学文章放在一起作比较,我觉得香港的“丁当”是一个值得探讨的、具有细节意味的词汇。实际上,“丁当”本来就是有很浓厚的香港地域色彩的词汇,它被香港人用以称呼已经在香港存在近百年的、运行时丁当作响的有轨电车。从全球看,在类似香港的国际化大都会中,能够保留有轨电车的城市已经不多了。“丁当”是平民的,它的行车路线、行车方式最为适合普罗大众,而且价格相对便宜;“丁当”是朴素的,多少年了,“丁当”的结构还是基本上如同最初的那么简单,没有那么多繁文缛节的粉饰;“丁当”是直接的,因为有轨道的引导,行车路线清晰而且速度有保障,因而能够赢得珍视效率的港人的青睐。

在香港,交通工具已经充分多元化,私人小汽车也好,公交巴士也好,地铁也好,看起来都比“丁当”更正规、更豪华、更快捷,但是,香港人用自己的乘车方式作出的选择是,“丁当”对于港人的生活来说,是不可替代的。据说在回归之前,香港一度讨论过取消“丁当”的事宜,但是因为公众的强烈反对而作罢。

在我看来,经济金融方面的评论和随笔,可以说就是经济学文章中的

“丁当”，它是面向公众的、直接的、简单的；它放弃了令普通公众望而生畏的公式推导和繁杂的曲线，它选择的是一种对现实问题作出快速、简易、直接的经济学意义上的反应的方式。近年来，经济金融评论与随笔得到了公众和媒体的广泛认同，显示公众对此是有强烈的需求的。

收入在这本集子中的经济评论，大部分是我在香港工作期间完成的；而其中在跑马地的住所完成的居多。跑马地的英文名字是“快乐谷”（happy valley），是港人赛马的场所。每当有赛马时，跑马地一时人来如潮；但是在没有赛马的日子里，跑马地却是异常空旷和安静，很适合漫步和思考。跑马地有“丁当”，坐几站地就可以到达寸土寸金的铜锣湾和中环等地，既闹中取静又十分方便，因此跑马地被视为香港的高级住宅区之一。特别值得一提的是，香港在跑马地的规划方面所表现出来的一种对于死亡的坦然、和谐的态度。在跑马地的许多高级住宅的窗外，就可以看到大片的据说包括基督教会、犹太教会和印度教会等的墓地。入夜读书写作静思之余，抬头就可以看见窗外起伏绵延的墓碑，不能不叫人产生“人生天地间，忽如远行客”的感慨。在香港期间的这段工作经历，除了加深了我对国际金融市场运作的了解之外，带给我的最大收获可能就是让我开始体味到一种旷达、开朗的生活态度。所谓“前途当几许？未知止泊处”，所谓“鱼书欲寄何由达，水远山长处处同”，未必就体现出惆怅，也可以是一种对人生起落的玩味。

从内容看，这本集子涉及银行、证券、基金和监管等多个领域，这种跨领域的色彩也主要是在香港形成的。在到香港工作以前，尽管对其他金融领域也有一些理论研究上的涉及，但是我的实际工作经历主要在银行业；到香港之后，因为参与中银香港的重组上市，我对证券、基金开始有了具体和比较深入的接触；中银香港重组上市之后，我则主要从事风险管理工作，需要频繁地接触来自银行和证券等领域的监管要求，促使我开始分析一点金融监管的动向。这就形成了本书的基本内容。

最后，我要感谢浙江人民出版社能够出版这本经济评论的集子。我曾经在杭州工作过，对江南山水风情留下了十分美好的印象，浙江人民出版社可以说是在为我再续与浙江的缘分。我还要感谢夏业良博士，他是我在北京大学中国经济研究中心从事博士后研究期间的同学，对于我的一点

连自己都不满意的研究或者随笔,夏业良博士总是给予溢美之词,足见其宽厚的为人和胸怀。同时,我也要感谢张培刚教授、闻潜教授、夏斌研究员对我的持续的支持与鼓励。

是为序。

巴曙松

2004年3月于北京

目 录

银行篇

- 国有银行“最后的晚餐” / 3
- 日本金融的败战与关系型融资的没落 / 6
- 资本充足、配置有效才是硬道理 / 9
- 警惕银行危机的“日本模式” / 12
- 票据市场的风险何在? / 16
- 关注民营金融机构的利益输送管道 / 19
- “问题富豪”如何凸现中国银行业信贷管理缺陷? / 22
- “一沙一世界” / 28
- 东亚经济的“恨不当初”与美国经济的“早知今日” / 31
- 民营银行:含糊的概念炒作还是清晰的现实突破 / 35
- 解读银行存差与“巨额资金闲置”神话及其隐忧 / 42
- 从国际保理业务之争看中外银行竞争格局 / 47
- 论中国的存款保险制度应当缓行 / 52
- 风险是赢利的起点和终点——评卡瑟利著《挑战风险》 / 58
- 无法回避的中国银行业改革 / 61

证券篇

- 中国证券公司的并购重组和结构调整不可避免 / 69
- 中国企业债券市场的发展空间有多大? / 75
- 银证合作受托理财的走向与金融创新的监管 / 87
- 华尔街加高“中国墙” / 97
- 美国股市为何对财务报表宣誓无动于衷? / 101

“筹资主导”还是“投资主导”——从当前对中国股市的争论看其发展走向 / 104

中国内地上市公司并购活动新趋势 / 111

中国企业选择海外上市的主要因素 / 118

北京奥运能否推动地方债市场的突破? / 123

引入中国预托证券(CDR)的使命 / 128

公司治理与中国企业海外上市成败 / 132

基金篇

为产业基金申辩 / 139

从全球金融监管发展趋势评估证券投资基金立法 / 149

把握QFII实施进程中的五个关系 / 158

当前基金管理公司治理中的迷思 / 164

基金产品创新走向何方? / 167

开放式基金的赎回压力从何而来? / 170

伞型结构基金的潜在变革意义 / 175

美国共同基金业独立董事制度有哪些值得我们借鉴? / 179

国际对冲基金市场发展的前路 / 182

对冲基金监管:金融市场的新挑战 / 188

中国基金市场开放与发展趋势展望 / 194

共同基金引发金融革命的历程:以美国为例 / 198

监管篇

财富:金融体系存在的理由 / 211

路灯、太阳与金融的行政审批 / 214

利率政策:不能承受之重 / 218

尽快建立一套完整的投资基金法律制度安排 / 223

资本市场发展应当主导金融改革进程 / 228

百富勤冲击波的回响：公司治理结构的天使与魔鬼 / 239

金融控股公司的风险何在？ / 245

人民币国际化的边境贸易之路 / 249

当前金融产品创新监管模式的战略选择 / 252

銀行篇

国有银行“最后的晚餐”

国有银行历史形成的资产包袱是中国特定转轨时期国有银行承担的改革成本,国有银行目前仅仅依靠自身的力量和经营成本很难消化,必须由政府以不同的注资形式进行处理。值得强调的是,注资只是这个改革步骤中的一步,要想把国有银行真正转变成商业银行,还需要按照上市的要求,完善内部风险控制制度和治理结构,防止银行增加新的不良资产。

国务院日前决定对中国银行和中国建设银行实施股份制改造,并决定动用450亿美元国家外汇储备等为其补充资本金。从整个国有银行改革的进程看,这表明我国对四大国有独资商业银行实施全面改革已经进入实质性阶段。

长期以来,金融改革在整个经济体制改革中相对来说较为滞后,而又以国有商业银行的改革最为滞后。如果说早期试图新设股份制商业银行,通过增量改革触动国有银行的改革,施加“外部压力”的话,那么,现在看来,尽管这种思路取得了一定成效,但事实证明并不能真正有力地推动国有银行转向商业银行。因之,此次注资450亿美元外汇储备对两大国有银行进行改造的行为,既是对十六届三中全会有关对国有银行进行股份制改革内容的一个落实,也具体考虑到了国有商业银行在我国银行体系中的主导地位,所以还必须要从内部、从治理结构上加大力度全面改革和完善。以此次注资为新起点,预计一系列围绕国有银行改革的举措必然会相继推出,国有银行改革有望成为2004年中国金融改革的一个引人注目的亮点。

我们不能孤立地看待这次通过外汇储备进行的注资,而应当将其放到整个国有银行改革、国有银行清除历史包袱的大背景下来把握。

实际上,无论是1998年我国对国有银行进行不良资产的剥离改造,还

是这次通过外汇储备直接注资,目的都是清理国有银行不良资产的包袱。此次国务院决定对中国银行和中国建设银行实施股份制改造,动用450亿美元国家外汇储备等为其补充资本金,两大银行各占225亿美元,总计折合人民币约3800亿元,力度是非常大的。这个方案至少表明,对于国有银行历史形成的资产包袱、遗留问题,特别是在中国特定的转轨时期国有银行承担的改革成本,在国有银行目前仅仅依靠自身的力量和经营成本很难消化的情况下,必须由政府以不同的注资形式进行处理。

如果说国有银行下一步引入战略投资者乃至在资本市场上市是邀请客人的话,那么,目前支付的这笔费用,实际上是清理垃圾的费用,清理因为历史原因形成的不良资产的垃圾,迎接客人到来。

那么,为何此次动用的是国家外汇储备,而不是国家财政资金或采用发债等办法?从理论上分析,没有考虑财政注资可能是考虑到财政的压力,而且在中国外汇储备快速增长的背景下,这种形式也为国家如何更好地利用巨额国家外汇储备探索出了一条新途径。实际上新加坡、中国台湾省都在对外汇储备进行多样化投资尝试,只是比重有大有小,新加坡的比重要大一些。

从目前趋势看,国有银行改革的步伐在加快,这既是中国金融体系稳定的要求,也是中国在2006年开放银行业之前的一个重大动作。选择当前的这个时期加大对银行不良资产的清理力度是值得肯定的。商业银行的不良资产状况与经济周期的关系十分密切,在经济下滑时期,商业银行的不良资产往往是越清理越多,而在经济上升时期,清理起来的难度相对就较小。当前我国经济处在上升时期,政府选择这样一个时机注资,清理不良资产,资产包袱不是那么重,银行的赢利能力比较强,便于资产结构的调整,是非常合适的,与1998年经济紧缩阶段对银行不良资产“越清理越多”的状况会有不同的效果。

应当说,注资只是这个改革步骤中的一步,如果要想把国有银行真正转变成商业银行,还需要按照上市的要求,对国有银行内部不良资产继续进行全面清理,完善内部风险控制制度、治理结构,在新的条件下防止银行增加新的不良资产,保证新注入的资金有良好的收益和回报,这还需要相应的一系列制度、措施来配套,比如内部激励机制、内部风险控制、绩

效考核以及战略定位等。

这次注资,不会是一次“免费的午餐”,而只能说是一次“最后的晚餐”,为上市做好前期准备。政府注入的资金,不能仅仅买来一堆不良资产,而应当买来一个高效率运用储蓄的新机制。

(2004年1月)

日本金融的败战与关系型融资的没落

日本经济陷入迷失的10年的过程中，金融体系的失败是最为直接的推动因素。日本金融体系以所谓“关系型融资”(Relationship Financing)和“主办银行制”(Main Bank System)为主要特征。在这样的格局中，银行因执行政府的产业政策而获得隐含贷款担保，特定行业的企业因被纳入优先发展序列而接受大量融资，市场机制因扭曲而被冷落，只有政府在其中扮演“自由人”的角色。这样的管制性的产业金融体制不能支持强调独立创新的信息技术的融资需求，使日本经济从奇迹的巅峰滑落。

有利益可分享的贸易黑字，无人负责的泡沫破裂。在日本模式下，日本的产业结构是由竞争力强大的传统制造业如汽车、电子、化工等和软弱的金融、不动产、流通、建筑等服务性行业构成的。由此产生的内外价格差距使得日本国内市场带有很大的封闭性，最终构成了国际贸易黑字不断增加而国内经济危机不断加深的奇特现象。

构建于传统利益分配基础上的“政治家、官僚、利益集团”三角同盟的政治体制，使得执政者在重大决策上常为眼前利益而放弃未来长远发展目标。例如，1985年的日元升值，为“日本模式”敲响了警钟。已经是资金过剩的日本，由于日元升值更是实力倍增，日本本应该利用雄厚的经济实力、宽松的经济环境，对“日本模式”进行重大的甚至根本的改革。但既得利益集团不愿意进行认真的改革，其中特别是涉及官僚的利益。在日元升值、过剩资金倍增时，日本政府把力量放在外需主导型转向内需主导型上，即著名的“前川报告”。过剩的资金冲向房地产和股票，直接推动了泡沫经济的形成。

尽管管制性的产业金融体制在日本经济起飞阶段促进和支持了日本经济奇迹的产生，但同时也带来了更深重的灾难，即“政府主导酿就产业

政策→产业政策需要关系融资→关系融资隐含政府担保→政府担保导致不良资产”。1996年底日本大藏省认为不良债务总额为50万亿日元,相当于日本1995年GDP的10%。美国议会调查局推算日本的不良债务总额在70万亿—80万亿日元之间,而有些学者认为不良贷款数字高达100万亿到150万亿日元!自20世纪90年代以来,日本金融业一直陷于严重的危机之中,破产风潮此起彼伏,经营丑闻屡屡曝光,国际地位江河日下。尽管经过多年的挣扎,日本的金融体系依然没有明显好转,在有的方面甚至有所恶化。战后日本的金融业获得了超常的发展,形成了近乎神话的“奇迹”。20世纪80年代中后期,世界500家银行排序时,前10家大银行几乎为日本所垄断,但现在日本的银行业在国际上的排名急剧下滑。此前,美国穆迪评级公司对日本的部分银行的金融能力给出了E+的等级(等级范围从A到E),从评级结果看,其现在的状况只比克罗地亚的银行体系稍好一点。

面对严峻的形势,实际上日本在20世纪80年代就曾经进行过金融体制改革。1981年,对实施近50年的《日本银行法》进行了修改,被称为日本“金融改革真正的元年”,1985年开始出台了一系列的改革措施,但由于当时日本正处于泡沫经济的鼎盛时期,不仅改革不彻底,甚至在某些方面使其原有的弊病有所强化。到1993年4月日本实施了新的金融改革法,但起色并不大。1997年初又推出被称为“金融大爆炸”的改革,其主要目标就是减少政府干预,赋予金融机构更大的经营自由和权力,推动管制性的产业金融体系转向市场化的商业金融体系,以适应金融全球化的大趋势。

对于日本这次金融体制改革的前景,国际经济学界存在着不同的看法,日本经济界普遍认为这是一场“需要流血的改革”,“日本要为此付出巨大的代价”。如果日本要彻底改革管制性的产业金融体系,就首先意味着要对长期形成的日本模式进行全面的改革,因为管制性的产业金融体系是与日本模式的其他方面密切相关的,而自从1997年日本金融改革全面铺开之后,其金融形势不仅没有出现转机,反而进一步恶化了,特别是陷入困境的金融机构明显增多。“日本病”似乎仍广泛根植。

为了治疗“日本病”,国际经济界不少学者纷纷献计献策。美国麻省理工学院克鲁格曼所开的“药方”是,设定一个通货膨胀目标(inflationtargeting),实行“有管理的通货膨胀”(managedinflation),大量投

放货币,以摆脱通货紧缩的困境。克鲁格曼并没有深刻地认识到,1991年以来日本所陷入的经济危机,不是常规意义上的经济危机,在银行不良资产这个巨大的冰山下面,还隐藏了日本经济体制中存在的一系列结构性的问题。在日本的经济起飞时期,日本的管制性产业金融体制为日本的制造业企业提供了大量廉价资金,这使得日本公司可以负担很低的资本回报率,向员工提供终生雇佣制度,无限制地追求市场份额,形成了过去的日本模式。随着日本产业结构的调整和国际经济环境的变化,日本经济复苏的关键依然在于日本能否走出“日本病”,能否探索出一种适应新的国际经济金融环境的、更为市场化的发展模式,放松金融管制,打破既得利益阶层的阻挠,努力实现从政府管制下的产业金融向以市场为导向的商业金融体制的转换。真可谓成也金融,败也金融。

从发展方向看,无论是日本的发展模式还是日本的金融体系,都可以说存在三种可能:一是在政府的主导和协调下,对现有的体制进行强制性的变革,考虑到目前缺乏清晰的变革目标,因而采用的可能性较小;二是以民间的自发努力和企业的探索为主,通过市场化的企业之间的竞争,即所谓诱致性的制度变迁,逐步建立新的体制;三是过大的传统体制的惯性、传统体制上依附的既得利益阶层的阻挠等使得日本的现有体制迟迟不能与国际、国内经济金融环境的变化相适应,强制性的变革遭受失败,在旧体制崩溃的同时,新的体制却无法建立,使得日本经济陷入更深的危机。目前来看,以企业自发探索为基础的诱致性变迁是比强制性变迁更为有效的途径,日本的模式变革、“日本病”的医治应当沿着这个方向前进。任何对于日本经济以及日本金融体系的过于短期的、盲目乐观的看法,都是缺乏现实依据的。客观地说,这将是一个相对较长的制度演进的过程。

(2003年9月)