

[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

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态势。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