

巴曙松 著

从产业转型 到金融转型

FINANCIAL
TRANSFORMATION
FIRST



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

巴曙松 著

从产业转型 到金融转型

**FINANCIAL
TRANSFORMATION
FIRST**



图书在版编目(CIP)数据

从产业转型到金融转型/巴曙松著. —北京:北京大学出版社,2009.5
ISBN 978-7-301-15142-6

I. 从… II. 巴… III. ①产业结构-研究-中国 ②金融体制-研究-中国 IV. F121.3 F832.1

中国版本图书馆CIP数据核字(2009)第053315号

书 名: 从产业转型到金融转型

著作责任者: 巴曙松 著

责任编辑: 陈 莉

标准书号: ISBN 978-7-301-15142-6/F·2173

出版发行: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区成府路205号 100871.

网 址: <http://www.pup.cn>

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62750112
出版部 62754962

电子邮箱: pw@pup.pku.edu.cn

印 刷 者: 北京宏伟双华印刷有限公司

经 销 者: 新华书店

650毫米×980毫米 16开本 20印张 251千字

2009年5月第1版 2009年5月第1次印刷

定 价: 39.00元

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,侵权必究

举报电话:010-62752024 电子邮箱:fd@pup.pku.edu.cn

目录
CONTENTS



转型的压力

- 重提脱钩论：信贷周期启动下的中国经济及其影响 / 3
- 次贷危机中的中国：看到危险，更要看到机会 / 16
- 次贷危机引发的全球金融动荡及其对中国的影响 / 40
- 周期回落与结构调整的叠加：中国宏观政策的挑战 / 58
- 2008年初的高通胀压力从何而来 / 66
- 流动性过剩与流动性紧缩：从国际到中国的传递 / 72
- 人民币在国际化进程中 / 78
- 人民币国际化挑战金融监管 / 83
- 经济回落时期中国银行业的挑战 / 89
-

转型的推进

- 中国扩大内需中的挑战与趋势 / 103
- 产业转型，更需金融业的同步转型 / 127
- 金融监管机构是分还是合：这不是关键的问题 / 131
- 金融业务外包在中国的发展 / 140
- 中国基金业发展呼唤良好的制度环境 / 147
- 廉租房融资：中国房地产金融的新课题 / 155
- 中国社保基金如何监管 / 180



目录

CONTENTS

- 离岸金融市场：中国金融改革的一个新突破口 / 186
- 汽车金融：汽车行业发展的金融瓶颈 / 203
- 专业化的回归：私人银行与投资银行的分立会是新趋势吗 / 219
- 后股权分置时代监管体系面临重构压力 / 224
- 中国私募基金上市之利弊 / 229
- 股指期货最值得期待的成效 / 233
- 财产性收入从哪里来 / 242

转型的机会

- 从资本库公司看创业板融资制度的设计 / 251
- 创业板市场：需要重点强调激励创业活力 / 257
- 你所不知道的香港地区股市 / 262
- 基金：金融市场的“鲶鱼” / 269
- 债券保险公司为何成为新“金融地雷” / 274
- 货币对冲的依赖与转型 / 279
- 准备金率：从华尔街巨斧到中国的常规对冲工具 / 283
- 日本对冲基金的发展可以给中国什么启示 / 290
- 香港地区银行业为什么可以从容应对房地产大幅调整 / 302
- 后记 / 311

转
型
的
压
力



各种经济指标都日益清晰地显示出,中国经济在新的发展阶段要继续保持活力,转型是必然的选择。



重提脱钩论：信贷周期启动下的中国经济及其影响*

近期,关于宏观经济和金融市场走势的分歧非常明显,上市公司的年报和季报的披露也将进入密集期。不过,在中国相互矛盾的宏观数据中,我个人认为信贷的高速增长以及实际利率水平的大幅降低,对把握整个宏观经济走势具有重要的意义。2007年底,中国经济与西方经济脱钩的说法一度盛行,2008年下半年中国经济的迅速回落使得这种分析几乎销声匿迹。但是,从各种经济数据分析,在这些国际金融机构几乎忘记脱钩论的时期,2009年可能是中国经济重提脱钩论的合适时机。

一、从2008年11月信贷高速增长以来的银行经营状况看,资产质量不是主要的担忧,净利差的持续缩小导致的银行经营业绩的压力才是整个银行业真正要面对的问题,充裕的流动性给银行带来的盈利压力从

* 2009年3月与中国平安资产管理公司的交流纪要。



特定侧面反映了当前金融市场资金成本的持续下降

2008年11月以来信贷增长迅猛,其趋势出乎很多银行界人士的预料。当月的信贷投放量为4600亿元,按照工业增加值、GDP增长值与前几个月的相关度来看,应该是2000亿元左右。部分银行业研究人士对此的解释是,2008年1月到10月有信贷管制,10月信贷管制取消之后,部分信贷增长是由于把之前账外放的款并到账内来所引起。但是,这不足以解释12月的7700亿元的增长。即使剔除其中的票据融资,仅仅是工商信贷的增长也相对原来有迅速提高。而2009年1月,扣除元旦和春节期间,仅仅17个工作日就放了1.62万亿元的信贷。2月为1.07万亿元。这一组信贷增长数据中蕴涵的金融市场走向,可以成为我们观察2009年经济增长的一条主线。

现在市场对银行业有一些相互分歧的预期,一是担心经济调整是否会带来不良资产压力,二是信贷的高速增长是否可以抵消利差缩减带来的盈利下滑的压力?

从2009年1月至2月的数据来看,2009年银行业的状况会比2008年更艰难。主要原因是,从2008年11月以来启动的信贷高速增长,银行业的净利差是在直线下降的,从大致的平均水平测算,2008年11月是2.5~2.6,12月是2.3~2.4;2009年1月是2.0~2.1,2月是1.8~1.9,这个下滑速度相当快。而中国银行业的收入结构多元化有限,主要还是净利差收入模式,因此,银行业的盈利压力会在2009年加大,信贷的高速增长还不足以弥补净利差下滑带来的利差收入的减少。

另外一个值得关注的趋势,是市场对于银行业不良资产的担忧过于夸大了。这一轮高速的信贷扩张,银行对于放款的主要对象,比如政府主导的基础设施、大型垄断企业、乃至按揭、票据贴现等业务,争夺得都很激烈。这些贷款有一个共同的特点,就是都比较安全,例



如政府的一些项目以及大型垄断企业的贷款，“堆大户”的现象十分明显，但是与 2008 年同期相比，收益率却大幅下降。2008 年信贷控制时期，给房地产、工商企业的贷款利率通常会上浮百分之二三十，因为当时的银行受信贷控制，可贷量较少，有谈判优势；而现在贷款对象是一些政府项目、大型基础设施项目、大型垄断企业等，贷款利率基本是下浮的，从调查看主要原因并不是地方政府的干预，而是因为银行业有了充足的流动性，大家都有放款的冲动，相互之间的竞争十分激烈。所以，这一次不是如很多海外机构担忧的那样——中国的地方政府在干预贷款，而是银行自身在非常充裕的流动性的竞争压力下，缩减了利差。因此对于银行来说，**2009 年最大的挑战不是来自不良资产，而是来自净利差和收益水平的降低。**

从银行的资产负债表上看，现在大型基础设施项目的贷款、垄断企业的贷款，收益水平都在下降，前几年高速扩张的按揭贷款，在利率打七折之后，如果加上综合信贷成本，银行基本上不赚钱了。另外，2008 年监管部门十分强调流动性风险，在很多银行的资产负债表上，流动性资产额非常大，超额准备金 2008 年底平均高达 8% 左右，加上法定准备金、央行票据、债券、商行票据、短期流动资产，流动资产规模占总资产的比重很大。从负债方来看，2008 年定期存款比重在上升，资金成本也上升了。现在有一些批评说票据融资是假信贷，这种批评并不一定正确，实际上这反映了充裕的流动性给银行带来的盈利压力，对银行来说，尽管票据贴现的盈利水平低下且可能被企业通过存款套利，但是银行可以通过加大贴现来降低超额准备金水平，同样可以适当提高盈利水平。

从具体的传导过程看，经济的调整传导到银行业通常有一个滞后的时期，利率下调带来的盈利能力下降，也可以说是滞后反映的。

从银行内部的资产负债表来看，现在主要是一些公司信贷、批发

信贷的收益率在下降,随着信贷的高速扩张,现在正在呈现向零售业务扩张的趋势。因此某种程度上说 2009 年中国的银行业会面临流动性风险的判断可能是错误的,它促使银行业大量增加流动性资产,给银行的收益水平造成了伤害。事实证明银行的流动性不成问题,商业银行的贷款竞争开始渗透到政府基础设施之外的一些贷款,比如房地产开发贷款。

从银行的资产负债表着手,我们可以大致把握经济金融运行的货币环境,从目前的分析看,迅速上升的信贷和充裕的流动性,使得 2009 年的银行业面临很大的经营压力,但是对整个经济来说,这种充裕的流动性可能是推动中国经济走出困局、走上复苏的一个支点。即将陆续披露的一季度的季报,我相信尽管资产质量不会大幅恶化,但是几乎所有的银行的业绩可能都不会太好看,但是这确实给整个经济注入了应对危机的活力。

二、支撑本轮中国经济增长脱钩的逻辑支持

1. 储蓄的使用效率提高

宏观经济学中强调:储蓄 - 投资 = 经常项目顺差。经常项目顺差从金融角度看是流出的储蓄,中国的储蓄率高,本土的投资未能完全吸收,流到国外,再流回形成顺差,央行进行购买,形成外汇储备,再用外汇储备购买美国国债。这个储蓄放在外汇储备、美国国债上,收益率是极低的,某种程度上甚至可以说是负的,如果按照人民币的购买力换算的话缩减更大了。因此与其把储蓄放在收益率极低、甚至是负收益率的美国国债上,远不如把它投资在中国的城市化进程和应对危机的一系列项目中,只要这些投资的回报水平高于外汇储备投资在美国国债上的收益水平,就可以说是一个改进。从这个逻辑出发,我乐意看到 2009 年中国加速的城市化投资带动进口增加,促使外汇储备平稳回落,这个过程也就是把流动到海外的储蓄带回国内



运用的过程,本身也是一个储蓄使用效率提高的过程。

2. 地方政府围绕城市化所进行的投资正在填补因为出口调整形成的增长缺口,其力度大概只有1992~1993年的投资热潮时期可以媲美

这次我们面临的问题是出口所受冲击比想象中的要大,因为与1998年相比,出口占GDP的比重上升了一倍多。再加上房地产调整,冲击会更大。从前四个月的数据来看,地方政府、中央政府围绕城市化进行的一系列投资,已经基本可以覆盖出口下滑和房地产调整的增长缺口了。中央的“铁公基”(铁路、公路、基础设施)和地方的“房地美”(廉租房或经济适用房、土地开发、城市美化)规模比我们想象的大。2月固定资产投资增速明显恢复,预计的固定资产投资规模比2008年同期增长可能达到80%以上,这个增长幅度应当已经超过1992~1993年的水平了,预计投资高峰期即将到来。印证这一点的就是中国采购经理指数(PMI),从2008年11月见底以来,逐月回升,分类来看,新订单指数以及与“铁公基”、“房地美”等政府重点投资带动的一些行业指数回升至50%以上,这意味着经济复苏首先在政府刺激带动的行业显现。

3. 国际和国内经济结构的调整不利于出口部门的恢复

2009年依旧不看好出口部门,因为从国际市场来看,危机还在恶化。东欧的情况可能会带动西欧的银行业出现问题。这一轮全球经济失衡主要因为美国人消费过多、储蓄率过低甚至为负所致。现在美国经济出现了一个大家希望看到的调整,即储蓄率在提高。目前看来美国经济有比较快的调整能力,1月大概2%,2月上升至3.8%,可见美国消费者在以非常激进的方式提高储蓄,而要达到十七八年前,即全球化大幅提高、美国人负债比率大幅提高之前的6%到8%之间的可持续储蓄率水平,按照美国的GDP和消费的贡献度,意味着美国因此而减少消费需求大概为7000亿美元,刚好把奥巴马的刺激经

济计划抵消。就是说如果考虑到储蓄率的提高,奥巴马的经济刺激计划只是填补了因此而导致的消费需求的减少。这意味着中国的出口部门至少在这一年还面临着艰难时势。

不过,这也是中国结构转型的一个机会,可以说外需的大幅下滑会对中国扩大内需形成一个强大的倒逼压力。现在的宏观数据往往不一致或者矛盾,我更愿意把这看成是结构调整在慢慢显现。比如说,国内的数据从2008年10月开始企稳,但国际数据在恶化,进出口在恶化。跟刺激计划相关的“铁公基”、“房地美”等行业在回升,但有些行业在恶化。大型垄断企业容易得到刺激经济计划的扶持,正在改善,但中下游加工制造业在恶化。所以这可能也是转型的一个具体进展,一些过剩的产能在逐步消化,国内的增长点在酝酿中。

三、2008年四季度是本轮调整的底部

1. 企业激进的库存调整

2007年下半年和2008年上半年由于一些国际原材料大幅上涨形成的通胀预期,企业大幅度增加库存。到了下半年,由于国际原材料价格下跌,企业又非常激进地压缩库存。压缩库存的时候,很多指标是可以解释的,比如说用电量、工业增加值、企业盈利都在大幅恶化,恶化速度超乎想象。根据年报,很多企业在一二三季度很好,而四季度利润则大大降低。通常的库存调整周期是两年,但是中国企业这次库存调整周期大概是两个季度。2009年一二季度之间库存调整告一段落,慢慢地会下新订单,工业增加值和用电量在恢复。虽然现在我们看到的情况是用电量自2008年10月以来还在下滑,但是沿海地区已经开始恢复,因为消耗库存是不需要用电的。

2. 制度性因素

比如说,增值税转型。2008年公布了增值税转型,很多企业把固定资产投资的计划放到2009年来做。由于春节在1月,所以从2月



开始。因此 2 月公布的固定资产投资的迅速恢复并不是偶然的,而是在预料之中。

四、信贷周期是否如期进入上升周期可能会成为观察 2009 年中国经济能否脱钩的关键

1. 关于“再杠杆化”

与美国的“去杠杆化”相对应,中国面临着“再杠杆化”。中国整个的杠杆比率和美国比有很大的提高空间。政府国债占 GDP 的比重 2008 年底为 18%,2009 年即使扩张之后也仅仅在 22% 左右,而美国超过 70%,日本超过 130%。企业负债率在 2008 年底是 59%,因为经济持续的快速增长改善了企业的盈利,导致企业的负债比率比 2000 年低了不少。中国还有 21.5 万亿元的居民储蓄,只有 3 万多亿元的贷款,这表明中国有提高杠杆的较为充裕的空间。

2. 关于信贷周期

信贷周期的启动依赖于大规模的信贷投放。可能在初期,只有与政府投资相关的行业有明显感觉,但是经过持续的高速投放,由于明显存在的传导渠道,类似所谓大河涨水小河满,各行业都会明显感受到。现在大河里的水已经涨了,但很多小河还缺水,传导还需要时间。这个过程是值得观察和研究的。

分析银行的经营管理行为,大致也可以看到这种传导。商业银行在充裕的流动性导致的业务竞争压力下,从基础设施贷款的竞争开始,竞争慢慢渗透到零售、抵押贷款等方面,这也是信贷周期逐步扩散的过程。这对银行来说是巨大的盈利压力,对实体经济却是好事。前几个月,数据显示信贷供给在增长而企业存款在负增长,2 月企业存款也开始大幅度增长,表明自 2008 年 11 月以来的信贷高速增长已经开始影响到实体经济。进入实体经济的资金,企业会用来做什么呢?这就蕴涵着改进的机会。仅 2009 年 1~2 月信贷就投放了 2.7 万亿元,下一步是否可以持续、将怎样传导,怎样通过资产负债表



渠道、通过居民渠道等传导,会直接影响到下一步经济的反应。

3. 从信贷增长和固定资产投资增长速度看,应当注重与 1992 ~ 1993 年时的经济对比,而不能仅仅关注与 1997 ~ 1998 年的对比

当前对这次金融危机对中国的影响以及它与 1997、1998 年危机的比较研究已经很充分了,得出的结论也比较清晰,但是,从目前的状况看,可能当前的信贷和固定资产增长方面与 1992 ~ 1993 年有较大的可比性,在信贷高速增长背景下,这种对比是有价值的。

例如,这种对比可以从几个角度展开,首先,1992 ~ 1993 年出口的冲击没有当前大,海外危机没那么大,其次,1992 ~ 1993 年的经济启动,是中央和地方、政府、企业和居民全部动员,这一次到目前为止还主要是政府投资的带动。但是从货币金融角度看,银行信贷的增长势头之迅猛,固定资产投资的项目增长之迅猛,在更大程度上似乎与 1992 ~ 1993 年有更大的类似性。

在进行这种对比之后,可以得到一些有参考价值的推论,例如 1992 ~ 1993 年间国际经济环境良好,但是当前面临的是经济危机,所以中国这一轮高速的信贷投放可能短期内不会明显进入过热状态。而同样值得担心的是,如果中国经济真的在信贷持续高速推动下复苏,应当有较之 1992 ~ 1993 年更为灵敏的微调措施,特别是利率和汇率工具,以及要素价格的市场化决定机制。

例如利率调整,从过往的经验看,下调是为了应对经济回落,往往很果断快速,但是,上调时则是左顾右盼,特别是在危机时期,一般没有决策者敢于冒着风险提出微调或者踩刹车的建议,此时就只能寄望于市场化的利率汇率机制了,因此在当前推进利率和汇率机制的调整十分重要。



五、下一步宏观经济需要关注的几个问题

1. “二次探底”问题

由政府强力推动的政府投资迅速增长,带动中国经济走出低谷,但这种大规模的政府投资无疑具有应急的成分,虽然十分有必要,但是,如果要这种增长趋势持续下去,在政府投资面临财务约束之后,就必须有社会投资的跟进,否则就可能形成所谓二次探底的问题。

当前,这么大密度的投资在短时间内密集进行,而且基本上靠政府投资带动。一些有自我约束力的地方政府,实际上据了解是在有意无意设立一个举债边界,比如以一年的财政收入以及现届政府的任期为筹资界限,不愿把债务带到下一届政府。全国 2007 年、2008 年全国所有地方财政收入每年大概就是 2~3 万亿元,这样综合计算下来,全部拿来作投资能带动多少? 中央财政赤字的扩张有较大的空间,但是不太可能没有边界地扩张下去,需要找到新的投资的增长点。

从中国自身的经验看,1998 年财政的第一波投资投放后经济反弹了。1999 年社会投资没跟进,工业投资下滑,导致中国经济的二次探底。从美国大萧条过后的历次经济波动来看,在政府试图干预经济回落之后,往往有一个二次探底。

因此,要防范显著的二次探底,首先是促进社会投资在政府投资退出的时候能够顺利跟进,同时也要避免 2009 年投资的增长过于迅猛。从国际上看,V 型反转是少数案例,二次探底(比第一次高一点)是大概概念时间。现在政府的重点在于通过政府投资带动经济,一旦宏观经济形势趋稳,应把重点放到放松管制、培育新的增长点方面,特别是要降低那些管制门槛比较高的行业的准入门槛,促使新的增长点形成,例如金融,医疗、教育等。

2. 经济增长的中位数从长期看可能会平稳下移,我们可能需要接受一个内需主导下的相对较为平稳的增长水平

如果我们希望当前的出口导向的经济,能够顺利转型为内需主导的经济,从国际经验看,我们可能需要接受一个与过去多年来大约9%的增长中位数相比,明显偏低的增长水平。在投资和出口共同带动的经济中,9%可能很容易达到。但在消费主导的经济中,例如一些发达国家,百分之二三就很好了。如果中国经济能够顺利转型为以内需主导的、特别是消费主导的增长,那么,能够保持百分之六七的增长也很好了。

我们把经济波动细分为结构性和周期性的经济波动。所谓周期性就是说偏离9%左右的增长后,还会回到9%的增长水平。结构性经济波动就是原来是9%左右的波动,因为出现一些制度性、结构性的转型,这个中位数会下降到百分之六七左右。如果真想向内需主导的经济转型,对此要有准备。

3. 产业振兴计划必须注重过剩产能的消化整合

产业振兴计划,即提振产业竞争力,将微观加工制造行业碰到的困难作为切入点是具有合理性的。不过,成熟市场的产业政策制定,首先要正确评估判断哪些行业有增长空间、哪些行业产能过剩需要消化。如果对于产能过剩等不做评估,而仅仅因为这些行业当前面临的困难就动用大量财政资源刺激这些行业,有可能延缓产能过剩的行业中的市场出清和产业整合的进程。实际上,在产能过剩的行业中,行业整合并购是不可避免的,否则调整到复苏的过程就可能因为结构调整进展延缓而导致复苏时间滞后。比如纺织行业,2008年我们出口服装130亿件,广交会上纺织品出口订单下滑37%,从件数上来看,2009年中国有近50亿件服装出不去,我们12亿人每个人多买4件衣服才能消化这50亿件服装。库存调整、产能过剩在这个调整期是不可避免的,但是这也正是资本市场该发挥作用的领域。