

中国金融市场

巴曙松◎著

乙

大

大变局

变

局



迟来的中国金融大变革在迅速重构金融生态，也在
速改变着中国经济，改变着我们每一个人。



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

中国金融市场

巴曙松◎著

F832.5
53



大变局

大变局

迟来的中国金融大变革在迅速重构金融生态，也在迅速改变着中国经济，改变着我们每一个人。



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

中国金融市场大变局/巴曙松著. —北京:北京大学出版社,2006. 1
(天下财经)

ISBN 7 - 301 - 10262 - 3

I. 中… II. 巴… III. 金融市场 - 研究 - 中国 IV. F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2005)第 142390 号

书 名: 中国金融市场大变局

著作责任者: 巴曙松 著

策划编辑: 林君秀 陈 莉

责任编辑: 陈 莉

标准书号: ISBN 7 - 301 - 10262 - 3/F · 1319

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://cbs.pku.edu.cn>

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926

电子信箱: em@pup.pku.edu.cn

排 版 者: 北京高新特打字服务社 82350640

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 16.75 印张 241 千字

2006 年 1 月第 1 版 2006 年 1 月第 1 次印刷

印 数: 0001—8000 册

定 价: 34.00 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,翻版必究



前 言

如果说,中国经济目前正处于数千年未有之变局,相信赞成的会比较多。实际上,金融体系作为整个经济体系运转的枢纽,在整个经济的迅速变革当中,同样也处于一个大变局之中。作为一名以不同方式参与这个金融变革的研究者和观察者,我也经常为这种引人注目的金融变革而激动。

在从事金融研究工作之前,因为在金融实务部门有过一段不断的工作经历的缘故,同时也因为国务院发展研究中心的政策研究部门的职能定位,我在金融领域的研究重点主要是密切跟踪现实金融市场发展的政策问题。在从事理论性和政策性的学术研究的同时,由于公众对经济政策方面的专业分析和研究报告的需求日益强烈,促使我在参与相关的政策研究和政策讨论的同时,也起草一些关于金融政策的评论。收集在这本书中的文章,都是作者 2005 年以来写成的。在夏业良博士的积极组织下,北京大学出版社准备将这些文章汇集出版,在文章的整理过程中,才发现已经累积了如此多的散乱的文字,想起原来许多静夜时灯下的辛苦,现在看来也是令人欣喜的。

对于研究人员来说,文字成为与外界、与公众、与学界同仁沟通的主要方式和工具。在大变革的忙碌格局中,能够有机会静下来写一点文章,读一点闲书,真可以说是一种福分。在研究生活中,因为工作性



质的缘故,得以与不少政府部门的负责人有很好的沟通,也与学术界的同仁保持了良好的联系,不少金融机构的工作人员以及一些上市公司、投资者,我都有机会听取他们的许多意见。较之原来在一个相对固定的部门的相对固定的接触范围,在现在的研究机构中,我的接触范围可以说是极大地扩展了。

作研究的同时,我开始应邀在一些高校指导硕士生和博士生,希望把自己在金融部门工作的一些体会以及自己从事研究工作的得失传递给他们。从我自己的成长经历看,研究生阶段导师的帮助,哪怕这种帮助是以严厉批评的形式进行,对我自己的成长也带来了许多积极的影响,成为许多时候我克服困难的动力所在。赠人玫瑰之手,手中还留有余香。我只是希望把我的导师在我的学生时代传递给我的关爱,再继续传递给我的学生们。本书中的一些文章的写作,他们有不少人也参与了资料的搜集整理等工作。另外,牛播坤同学帮助我进行了全书的整理和校订,专此致谢。

最后,我要感谢夏业良博士的热心安排和北京大学出版社的认真工作,使得我自己有机会在我曾经就读过的这所美丽的学校的出版社出版一本自己的粗浅的经济评论。

2005年5月于北京,翠微路

○○○○ 目录
○○○○ CONTENTS



前言 / 1

宏观金融

人民币会在国际压力下调整吗 / 3

改革年的宏观政策基调 / 8

为什么货币政策对于房地产市场日趋敏感 / 13

当前利率结构和利率定价比利率水平更重要 / 18

期冀的是政府与市场的和谐演奏 / 29

寻求美元下跌的支撑 / 33

中国金融改革的滞后环节 / 37

资金体外循环凸现金融体制缺陷 / 46

分立的金融监管：不能是“各管一段” / 52

中国汇率政策的焦点：国际收支的市场化均衡调节 / 56

金融市场

中国企业海外上市加剧股市边缘化 / 61

股权分置试点的纠错 / 65

个人征信，不仅是个人的问题 / 68

外资进入中国金融业的路线图：制度框架与政策趋势 / 71



目录

C O N T E N T S

- 殊途同归的中日证券业重组 / 91
- 港币利率与美元背离中的人民币因素 / 99
- 卖出一个好的“银行上市故事” / 107
- 不要误读国债期货被“暂停” / 111
- 解决股权分置有没有最优方案 / 116
- 破解股市不确定性的连环套 / 121
- 也谈国有银行的“上市偏执” / 126
- 巴塞尔新资本协议在亚洲的实施及其前景 / 130
- 金融业遭遇“定价困扰” / 138
- 证券公司退出机制的启动及其发展趋势 / 143

金融对话

- 为金融领域反腐开方 / 159
- 金融科技：中国金融市场的深层潜流 / 163
- 谨防“扩张的陷阱”：保险公司与证券公司的发展之路 / 183
- 操作风险管理成为中国银行业“软肋” / 201
- 寻求中国股市的“政策之底”与“市场之底” / 207
- 资本监管引发中国金融市场大变局 / 214

○○○○ 目录
○○○○ CONTENTS



游记与书评

跨越这一湾浅浅的海峡 / 241

是日本银行界的问题,也是亚洲银行界的问题

——评吉莲·泰特的《拯救日本——泡沫崩溃后的

银行危机与华尔街行动》 / 247

抚摸美国证券市场的伤痕——评约翰·S. 戈登:《伟大的博弈》 / 252

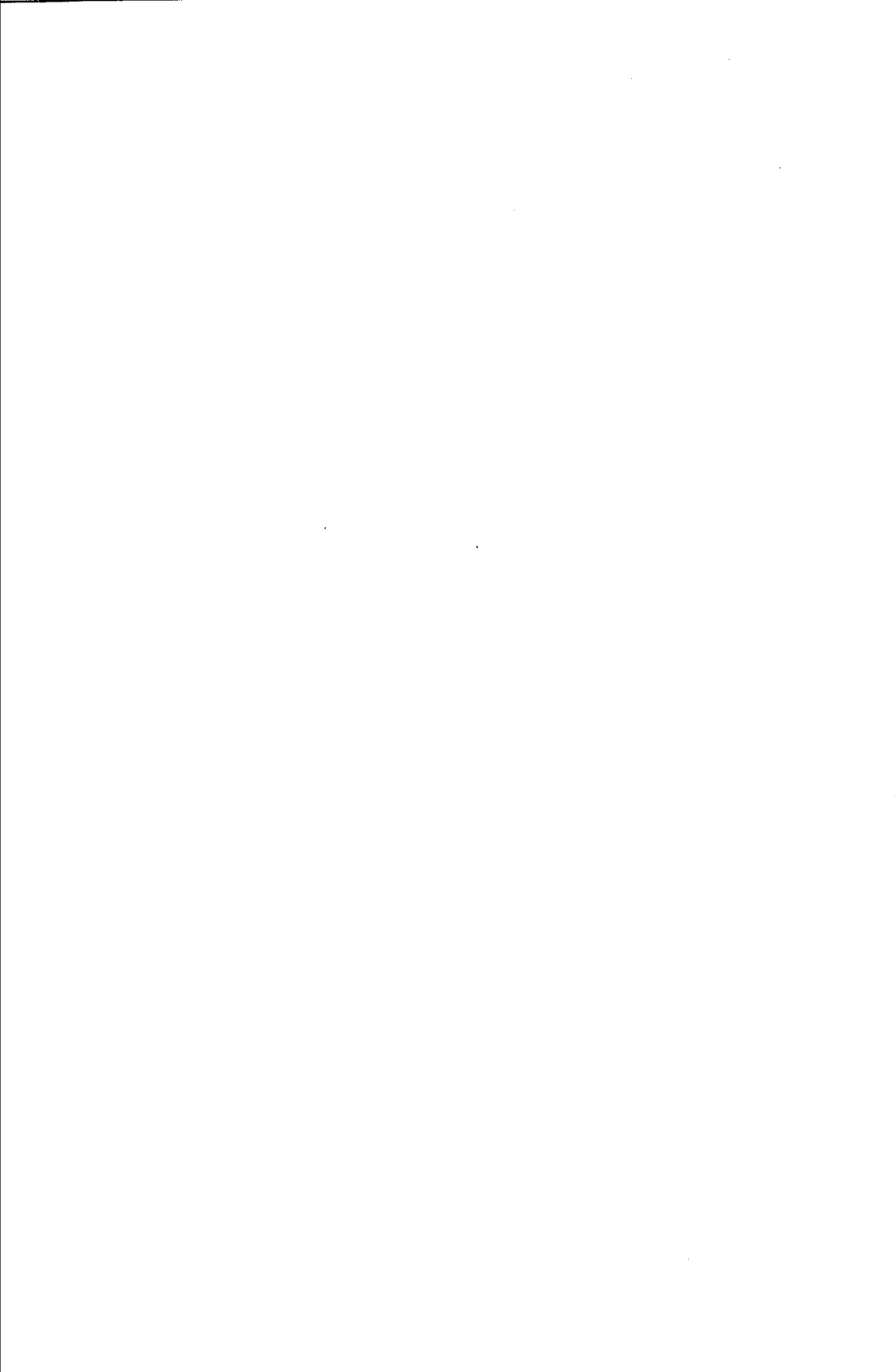
南美归来话信用 / 257

后记 / 259





宏观金融





人民币会在国际压力下调整吗

2005年3月,中国国家总理温家宝在答记者问时表示:人民币汇率的调整将“出其不意”。这使得一直关注人民币汇率走势的国内外投资者意识到,人民币汇率会成为2005年中国宏观政策的最大悬念。4月,美国参众两院先后以不同的形式指责中国操作人民币汇率,使得人民币的政策悬念增加了国际色彩。

一位日本的汇率专家在与中国专家讨论当年日本错误的汇率政策导致泡沫经济的痛苦历程时曾经总结说,日本在汇率政策上的一个教训是,不要低估了美国的影响力。

同样是汇率,同样是升值压力,不能不使人把现在的中国与当年广场协定前后的日本进行对比。

美国的政治家似乎认为,通过促使人民币升值,就可以缓解美国的经常账户逆差。2004年美国的贸易逆差超过6000亿美元,已经占到GDP的5.5%。从目前的趋势看,这种趋势还会继续。无论是经济学的理论还是现实的常识都告诉我们,没有任何一个国家可以任由



其贸易逆差无限度地扩大,即使美国这样拥有美元的储备货币地位、较高的劳动生产率、较为年轻的人口结构等,目前的这一贸易逆差格局也是难以持续的。美国可以选择的政策十分清楚,或者是实行紧缩性的宏观经济政策,包括减少财政赤字、提高利率以压缩消费,从而扭转国内储蓄持续低于国内投资的格局。这显然要经历一个经济和政治上的调整的痛苦,可能会还遭遇不小的政治阻力。

这样,美国政治家的一个回避内部经济调整矛盾的选择,就是推动美元的贬值。据研究表明,如果完全期望通过美元贬值来化解美国的经常账户逆差问题,美元至少要再贬值 30%—40%。这同样不是美国所希望看到的。实际上,急剧的美元贬值会引起美国通货膨胀、利率水平急剧提高,因此,美国希望其他国家的货币升值以缓解美元的贬值压力。从客观上说,这是美国积极促使人民币升值的根本原因之一。

这种方法会有用吗?至少历史上发挥过一次作用。里根时期美国同样遇到财政赤字和贸易赤字的双重压力,最后是通过广场协议,其他国家的货币尤其是日元大幅度升值、美元大幅度贬值解决了这一问题。但是,这一次美国似乎找错了替罪羊。以中国目前的有限规模,人民币汇率即使大幅度升值,对于美国的贸易状况的改善的影响也是十分有限的。美国的贸易逆差超过了 6 000 亿美元,中国的顺差只有 400 亿美元,即使通过人民币升值全部消除中国对于美国的顺差,也并不能扭转美国的贸易格局,更何况中国与美国的贸易结构存在巨大差异,双方的贸易更大程度上是互补的,中国出口的大量廉价劳动密集型商品也极大提高了美国人的生活福利。另外一个可以反思的是,国际上与中国经济规模差不多的国家,例如法国、意大利等,这些国家的货币升值 10%,能够对美国的贸易结构产生多大的影响呢?

从全局考察,目前美方迫使人民币升值,并不一定会形成对美国



有利的格局。目前的人民币汇率机制所形成的事实上的盯住美元的汇率制度,使得中国积累的大规模的外汇储备在以美元为主要形式持有时,为美国的国际收支失衡和财政失衡提供了融资支持,同时也利于美国维持一个有利于增长的低利率水平。人民币升值可能会打破这种脆弱的平衡。一部分美国的政治家过分关注短期的贸易摩擦问题,反映了这些政治家经济上缺乏宏观眼光。

实际上,以中国与美国这两个高度相互依赖的经济看,美国如果试图单方面采取什么大规模的关税措施,不仅效果会十分有限,而且最终也会对美国经济产生深远的负面影响。

以中国的汇率决策逻辑和过程看,中国作为一个大国经济,更多考虑的是通过汇率的主动调整和汇率形成机制的改革,来促进中国经济的内部与外部均衡,控制外汇汇率风险。如果美国的部分政治家仅仅片面考虑自身利益,在美国对人民币汇率调整的可能影响进行客观评估的情况下盲目施加压力促使人民币升值,可能会在中国经济界产生一种强烈的抵触和反感情绪,这种反感情绪反而可能在中国经济本来也需要一定程度的升值时,使经济决策者不愿意采取升值措施。在当前的国际经济格局下,美国要调整其贸易结构,还是回到国际政策的协调上来更为有效,特别是美、欧、日三方。美国应当积极增加国内储蓄,欧洲和日本应当推进结构改革和刺激内需,同时,包括中国在内的亚洲国家应适当调整汇率制度和汇率水平,形成一个协调运行的新格局。

从历史发展看,中国实行的汇率制度,在1994年外汇管理体制改革时强调的是有管理的浮动汇率制,根据经济金融状况及时进行有管理的浮动应当是人民币汇率题中应有之义,人民币汇率从1994年的1美元兑8.7元人民币稳步升值到1997年的1美元兑8.28元人民币。只是在1997年亚洲金融危机以后,中国作为一个负责任的大国,为了履行稳定亚洲金融体系和外汇市场的国际责任,人民币有管理



的浮动汇率制度在实际执行中变成了“盯住美元”的固定汇率制度，一直基本稳定在1美元兑8.28元人民币的水平。现在如果扩大汇率的弹性，只不过是回到有管理的浮动汇率制度的本义。

对于中国来说，在人民币汇率制度的调整上，现在应当抛弃的，是新兴场所经常可能遭遇的“浮动恐惧”、“升值恐惧”，并积极推进改革，为人民币汇率的浮动幅度加大和人民币汇率水平在“出其不意”的时候进行适度的重估创造条件。在一些基础性的市场条件不具备时贸然加大人民币汇率的幅度和汇率重估，可能会对中国经济形成显著的冲击，不仅不利于中国经济的持续稳定增长，对于全球市场也必然会形成一个震动。可以看到，中国在近年来为扩大汇率浮动幅度已经进行了全面的充分准备，这主要包括全面的国有银行的重组极大地提高了银行体系的风险抵御能力，外汇市场的发展也为汇率的浮动提供了市场基础，中国利率体系的市场化也为汇率的市场化提供了前提条件。

实际上，一个相对完善的外汇市场是市场化的国际收支调节的基础之一。外汇市场发展的基础之一，则是让商业银行和企业成为真正的市场主体。对于企业而言，主要是改进强制结售汇制度，增强企业支配外汇的自主权，让企业成为使用外汇的真正主体。对于银行来说，则是使得商业银行能够自主决定外汇市场的交易行为，其中最为关键性的制度之一应当是做市商制度，使得中国的外汇市场在做市商制度基础上成为一个多元化、分散化的市场。另外，发展外汇市场的风险管理工具也是一个重要的因素。如果外汇市场没有风险管理工具，汇率的波动，只能给企业带来汇率风险，但是企业却缺乏主动的管理手段。扩大外汇市场的交易主体也是发展外汇市场的重要内容，目前中国的外汇市场上的交易主体都具有同质性，在外汇的供求上容易形成同向波动，而一个相对平稳的外汇市场需要交易主体的多元化。



我们可以看到,随着中国的国有银行股份制改革全面推进,中国推出汇率形成机制改革的条件已经基本具备,目前的问题主要只是时机的选择问题了。究竟什么时机最为合适?中国政府的回答就是“出其不意”。

尽管我们不能确定中国何时调整汇率,但是至少可以确定的一点是,人民币汇率的调整,主要是在考虑经济运行的内部和外部的均衡基础上决策的,同时在中国力所能及的范围内与其他国家一起共同承担国际经济政策协调的责任。



改革年的宏观政策基调

2005 年被称为“改革年”，如何针对 2003 年宏观紧缩以来中国经济运行中暴露出来的一些体制性的缺陷进行改革，不仅影响到体制的运行效率，也直接影响到宏观调控的进展。2005 年 1 月和 2 月，CPI 飘忽的走势（1 月份 CPI 增幅低至 1.9%，2 月份却跃升 3.9%）再次让人担心宏观经济的走势，如何巩固宏观调控成果的话题引人关注。对于我国当前宏观调控成果的反复，一方面说明了非市场化的调控手段的短期性和局限性；而另一方面更是我国经济运行中一些依然尖锐的体制性矛盾外化的表现。在宏观调控复归市场化轨道的过程中，应当注重与体制改革的协同推进和双向互动。

一、当前宏观调控的新趋势

第一，物价走势主导宏观调控基调。

在这样的基调下，当前一些因素仍然值得关注：（1）原材料价格的持续高位运行的压力，例如从 2005 年 4 月 1 日起，国内进口铁矿石



价格上涨 71.5%，除直接提高我国的产钢成本外，可能由于连锁反应推动 CPI 上涨。而 2004 年以来有关部门对某些上游产品的价格管制的逐步松动，也对 CPI 的上行形成压力。（2）物价上涨的滞后效应将逐步显现。从 2002 年 11 月到 2005 年 2 月的 28 个月间，生产资料价格一路上扬，但居民消费价格并没有遵循以前的规律同步上扬。虽然价格传导机制呈现效应减弱、时滞延长、上涨幅度缩小的特点，但下游工业消费品价格上涨的压力正在集聚。（3）土地、资金、劳动力和资源、公用事业等的生产要素价格存在市场化程度较低，价格被严重低估的现象，成为投资过热的诱因之一。随着要素价格市场化进程的加快，如目前局部城市已经开始调整公用事业和工资价格，“民工荒”和煤电油运紧张背后也隐藏着潜在的涨价压力。

第二，资产价格，特别是房地产价格得到宏观调控决策的进一步重视。

按照现代经济学的观点，货币政策制定者稳定价格水平的努力应该针对更广泛意义上的对象，除了商品与服务，还应该包括如股票、债券以及房地产等的价格波动。实践中，近年来西方国家房地产价格与 CPI 物价指数的偏离令决策者和经济学家更多地关注资产价格的走势。美国在过去一两年里，扣除油价和粮价的核心通胀率并不高，为什么美联储要加息？一个非常重要的原因就是美联储非常担心，发行足够多的货币容易推动以房地产为代表的流动性泡沫。

我国 2003 年以来的宏观调控中，房地产市场的走势一直成为货币政策决策的重要参考指标。从央行 121 号文件，一直到 2005 年 3 月 17 日调整商业银行自营性个人住房贷款政策，均是如此。应该说，我国的房地产市场是在低利率的摇篮里诞生的，尚未经历过一次非常完整的利率波动周期的洗礼，开发商和购房者的利率风险意识远比西方国家投资者淡漠，而且房地产业对银行贷款的依赖程度很高，积累了大量的风险。因此，房地产价格一旦存在着背离基本面价值