

《報告人》

◎余永定／中國社科院世界經濟與政治研究所所長

# 大陸金融體系變革及面臨的挑戰

我的報告主要談三個問題。第一介紹大陸金融體系的沿革。第二談大陸金融體系的脆弱性，第三要談一個問題：「大陸會不會發生金融危機？」因為這個問題，特別是在前幾年曾經是國際經濟學界所討論的一個熱門話題。在自曝家醜之前，我想應該先對大陸金融體系做個正面的整體評價，否則的話就迷失方向了。知識分子都喜歡批評政府，這是知識分子的特點，但是希望這種批評比較平衡、全面。

## 大陸金融體系的沿革

經過二十五年的改革，大陸事實上已基本建立起了一個完整的、現代的金融體系，這是很不容易的。在二十五年前，大陸是沒有一個現代的金融體系的，在經濟學的文獻上，

大陸那樣一種的金融體系是所謂的MONO BANK，就是一個人民銀行，它既是中央銀行又是專業銀行，它是EVERYTHING。大陸的改革一開始時是以打破這樣一種舊的、受到傳統計畫體制影響的金融安排，建立一個現代化以市場經濟為基礎的金融體系為目標的。

第一步，事實上是把中央銀行和商業銀行分離開，當時中國就一個中國銀行、一個中國人民銀行，就這麼二個銀行。中國銀行是外匯銀行。中國人民銀行既是中央銀行又是商業銀行。當然商業銀行那時不叫商業銀行，實際上也算不上是商業銀行。中國人民銀行的中央銀行和商業銀行功能被分離開來。中國人民銀行成為中央銀行。它分離出來的其他部分則變成專業銀行（Specialized Banks），主要有四大專業銀行。經過幾年的時間，這些專業銀行商業化成為商業銀行。經過二十五年的努力，目前我們已經有了一個完整的金融體系。

這個金融體系的中堅是銀行體系，包括中央銀行、商業銀行。商業銀行裡頭又可以細分，首先是四大國有銀行，這是在中國銀行體系中占支配地位的，無論從資產、從負債各個角度看，它都是超過六〇%的一個核心。除了這四大國有銀行之外，我們還有十幾個比較小的商業銀行。另外還有政策銀行，特別是中國的開發銀行，實際上它的經營還是不錯的。然後我們還有所謂的城市和農村的信用合作社，後來城市的信用合作社又改成了城市

商業銀行，譬如說北京商業銀行、上海商業銀行等等。這是銀行體系的大致情況。

除了銀行體制，我們還有一個貨幣市場，它的發展速度實際上是非常快的，貨幣市場在中國主要劃成三種：一種是銀行間拆借市場，這和西方的銀行間拆借市場是非常相似的，而且商業化程度是很高的，拆借利息率基本由市場決定。我們還有一個就是國債的回購市場，這是第二種。第三種是所謂的票據市場。

大陸金融體系的第三個重要組成部分是資本市場，資本市場主要包括二種：一種是股票市場，一種是債券市場，債券市場裡頭又可以進一步具體的分割，這是中國金融體系大致的狀況。

大陸金融體系從結構的角度來看有幾個特徵：第一是銀行體系在整個金融體系中占支配地位。中國銀行的資產以二〇〇二年的數字為例是十六萬億，占GDP的一五六%，這相比重是非常高的。它反映了大陸的所謂over-banking現象。

第二個特徵，在資本市場上，中國是重股權融資輕債券融資。十幾年前英國貨幣政策委員會的成員到中國時說：「我實在不理解你們中國人爲什麼對發展股市這麼感興趣，而對於發展債市不感興趣。你們走的是兩個極端，一個是銀行一個是股市，而中間那個部分，你們沒有很好的發展。」他的說法是對的，但是說起來容易做起來難，十年過去了，

這種狀況還沒有很大的改變，但是由於股票市場急遽下跌，也發生了改變。二〇〇二年底的時候，它的市值應該是四·八萬億，現在已經跌到三萬多億（官方數字）。按其他一些消息來源，它的市值甚至更低。因為我們這幾年連續發國債，此消彼長，重股權融資輕債券融資的情況有所改變，但是基本狀況——重股權融資輕債券融資的現象還沒有改變。

第三個特點，在債券市場上，中國是重國債輕企業債。一九九八年以來，中國政府連續發行國債，國債市場發展速度還是比較快的，但是企業債始終沒有得到發展，所以國債跟企業債比重的差距是相當高的。以上是中國金融體系三個基本特點。

### 大陸金融體系的脆弱性

談到大陸金融體系的脆弱性問題。我覺得可以用CAMEL標準來衡量，CAMEL就是代表資本充足率、資產質量、管理、收益狀況和流動性，我在這裡主要是談前二個，一個是資本充足率的問題，一個是不良債權的問題。在一九九八年當時，中國政府下定決心要對銀行進行必要的徹底的改造，這時採取的第一個重要步驟，就是對四大商業銀行注資，一九九八年時，根據中國人民銀行的計算，當時的四大商業銀行的資本充足率是三·五%，大大低於國際所要求的八%水平，經過他們的計算，爲了使這四大銀行的資本充足率達到八%的

國際標準，就需要注資二七〇〇億人民幣，注資的進行過程基本上是：在一九九七年底當時人民銀行降低了準備金率，由於準備金率降低了所以銀行就多出了一部分錢，差不多要達到二七〇〇億，事實上是二五〇〇億，然後再加上些錢，就達到了二七〇〇億。商業銀行用釋放出來的二七〇〇億現金去購買財政部發放的特殊國債，財政部就這二七〇〇億的現金做爲它的注資注入到商業銀行之中。

所以由資產負債表中的資產方看，商業銀行先減少了二七〇〇億從準備金中釋放出來的現金，然後又增加了二七〇〇億的特殊國債持有量。從負債方來看，在資本項目中增加了二七〇〇億的財政部注資。與此同時，在資產方面又有了二七〇〇億的現金。所以，銀行原來所有的二七〇〇億現金轉了一圈又回到了銀行。資產負債表仍是平衡的，資本充足率則達到了八%的水平。有人說這是搞些帳面上的文字遊戲，其實注資應該認爲它是實實在在的一種注資，因爲商業銀行所持有的資本金裡頭的那一部分是實實在在的，是財政部給它注入的一筆錢。另外，在資產那一方所持有的國債也是實實在在的，可以取得利息收益。當然這種做法並沒有解決中國商業銀行的根本問題，根本問題是很多的，包括信用文化的問題。這些問題是不能靠注資來解決的。

當時在注資完之後，中國的貨幣當局，特別是央行的貨幣官員是非常樂觀的。他們認

為通過這次的注資之後，中國的商業銀行在未來的七、八年內將能維持中國商業銀行資本充足率八%的要求，而不需要再大量的注資了。當時在學術界討論這是不是最後的晚餐。可惜的是我們有太多的最後晚餐。因為許多根本性的問題沒有解決，到二〇〇三年這個問題又出來了。二〇〇三年，這些銀行，包括中國銀行和建設銀行，資本充足率又回去了，又低於原來的三·五%的水平。所以央行決心要重新注資，這次的注資是非常有創意的，它是用外匯儲備來注資，而不是用比較傳統的注資方式。注資決定來得相當突然。我當時感覺有點害怕，這四五〇億的錢能不能解決問題呢？這個注資措施在國際金融市場上得到了廣泛的好評，大家一致的看法是有必要這麼做，雖然並不能夠解決問題。它是必要條件，但是不是充分條件。

這樣的注資是否能夠解決moral hazard的問題呢？為什麼要有資本金？這是要你玩你自己的錢而不是僅僅玩別人的錢，所以要增加責任心。但是還有許多問題要解決，其中一個就是「所有制問題」。就是說，在銀行完全是公有的這樣一種條件下，資本金的充足率是八%，或者是〇%，有什麼大的區別呢？注資對於上市、吸引戰略投資者等等是有好處的，但是否能夠解決moral hazard問題呢？資本充足率是一〇〇%，是在玩國家的錢，是〇%也是在玩國家的錢，如果不解決信用文化的問題、體制問題和其他一系列問題，注資

怎麼能夠解決moral hazard呢。當然我並不主張私有化，私有化也並不解決一切問題。它可能可以解決一些問題，但不是一切問題。

在這裡頭需要指出的一個問題是，這次的注資方式跟上次是不太一樣的，上次基本是一種無償注資，這一次是央行動用外匯儲備來注資，央行成了一個匯金公司，匯金公司是投資者，所以商業銀行必須要為匯金公司提供報酬，要提供利息，到一定時候，如果這些商業銀行上市成功成了股份公司，匯金公司就成爲一個重要的股東，那麼，它就要享受一切股東的權利，而匯金公司現在作爲一個重要的投資者，將對商業銀行的改革起重大的推動作用。大部分中國的經濟學家覺得，注資的大致方向是對的，最後結果如何當然只有等待時間了。

### 不良債權沖銷與資產管理公司機制

談到不良債權的問題。二〇〇二年以後中國經濟增長的速度是比較快的，形勢是比較好的，在這一段時間，由於銀行的營利狀況也有所好轉，沖銷了一部分不良債權。但是在中國不良債權的數量非常大；另一方面，銀行的營利能力相當差，當然最近幾年因爲經濟形勢改善，可能有所好轉。但總的來說，它的營利情況是比較差的。所以採取傳統的撥備

方法 (bad loan provision)，利用你的利潤去 write off 不良債權的方法是不行的。沒有足夠的資金，在台灣能夠用這種方法來解決問題，但是在大陸不行。這個時候必須要考慮別的方法。大陸學習日本、美國，建立了所謂的資產管理公司，資產管理公司的運作基本上是財政部出四〇〇億，建立了四個資產管理公司。他們是四大商業銀行獨立出來所建立的、由財政部注資的四個公司。

資產管理公司運作第一步就是按一：一的面值資產經營管理公司，從商業銀行購買不良債權，商業銀行於此相應得到了資產經營管理公司所發售的金融債券，這些金融債券是由財政部擔保的，這麼一來商業銀行就把不良債權甩掉了，去掉了不良債權，同時增加等額的金融債券。這些債券是獲利的、良好的金融資產，所以商業銀行就可以把包袱甩給資產公司。資產公司在取得了不良債權的同時也取得了對企業的控股權，就是欠了商業銀行錢的那些企業不用考慮還銀行債，資產經營管理公司成了那些企業的股東。資產經營管理公司負責去改善這些企業的經營，使它們在數年內轉虧為盈。按照規定，在四年內，資產經營管理公司應該把它所獲得的不良債權賣掉，而且回收率應該達到三〇%左右。

如果資產經營管理公司不能夠把那些不良債權賣出一個好價錢，虧損了怎麼辦呢？我的理解是，財政部最後要花錢付這個費用，基本上是這種情況。當然到底誰花多少，怎



麼花，這還是有些爭議的。那麼，進展情況如何呢，簡單地說，在二〇〇四年底，通過資產經營管理公司撥離了二·六五萬億的不良債權，其實就是說，銀行甩掉了這麼多不良債權。對於資產經營管理公司最重要的是一定要將不良債權賣出去。賣了六七五〇億元，原來所希望的回收率是三〇%，這個是二五·五%，沒有達到三〇%，但是跟原來預期也不算差了太多，至於其中的問題是，第一，在撥離、核銷不良債權的過程中，就產生了大量的新的不良債權。據說又發生了差不多近二〇〇〇〇億新的不良債權，中國大陸的銀行資本是GDP的一五〇、一六〇%這麼高，而大陸的GDP現在已經達到了一六·五萬億的程度，所以它還不至於大難臨頭，但是是值得我們注意的。

第二個問題是資產經營管理公司的經營成本非常高，這恐怕是商業秘密，我的估計是它每賣一塊的不良債權大概自己得花差不多一塊錢。另外，還需要注意的就是二〇〇二年以來中國經濟高速增长，這個時候貸款增長速度非常快，而貸款在很大程度上流向了許多危險部門，特別是房地產部門。在上世紀末本世紀初，其實就幾年前，當時央行就非常擔心銀行惜貸企業惜借，所以想找一個突破口，就是說我怎麼能夠把貸款貸出去。當時發現MORTGAGE是一個好的出路，因為中國是在一個城市化的過程，大家都希望早日過上現代化的生活，要買房子。這個政策在當時推動經濟，克服銀行惜貸企業惜借現象是非常成功

的。凡事都有風險，現在危險的就是房地產資金的來源，七〇%都是由銀行貸款的，這是危險的。這種情況下使我們處於一種為難的地位，我們知道房地產的問題，我們要壓著房地產讓它的泡沫至少別漲得太快，但又不能讓房地產市場崩潰。銀行貸的錢又變成不良債權是非常危險的。

我覺得中央政府和銀行決心要控制房地產泡沫，要解決這個問題，但是也不要出現像日本的情況，一下子使經濟十年不景氣。這是很危險的事情。還有一個問題就是當初大家爲了改善銀行的經營狀況，都希望通過上市的方法，改善公司治理結構，這都是一些比較教科書的方法，希望能夠最終解決銀行不良債權問題和其他問題。若想讓銀行上市就不能有很多不良債權，應該想盡辦法把不良債權減下去，很多有創意的銀行家想了一個辦法——增加貸款。增加貸款分子不變而分母增大，不良債權率就下來了。但是這樣的一種做法解決了短期的問題，長期的問題又累積起來了。當然，銀監會很快發現這個問題。現在既控制比例，也控制總量。

### 大陸不會發生金融危機

總而言之，問題還是存在的，但是我想強調一下，大陸不會發生金融危機，因爲大陸

人對銀行還是有信心的，大家對國家的信心表現在對銀行的信心，大家不會去擠兌的，至少在目前我看不出這種跡象，第二，即便是想把銀行的款提出來，做什麼用？我們有資本金管制，你不能買美元也不能買台灣資產，只好把它放在銀行裡頭去。另外，中國的財政狀況非常好，雖然也有很多問題。而這種好是建立在大陸過去二五年持續地經濟高速增長的基礎上的。只要我們能夠維持一個比較高的經濟狀況速度，同時對財政赤字予以控制，不讓財政赤字對GDP的比例過高，比如三%。總之，在財政狀況惡化之前，或財政餘力被耗盡之前，我們還有一段時間來解決不良債權問題，使中國經濟走向健康發展的道路。但是，時間不多了。所以必須要捉緊時間，機不可失，時不再來。

