

# 金融快速增长之谜

■向松祚 中国人民大学国际货币研究所副所长、中国农业银行首席经济学家

围绕“金融快速增长”之谜的许多现象和事实，经济学界至今还没有给出完全的解释。本书的任务之一，就是从不同的视角来解释“金融快速增长之谜”。



美国高达 16.5 万亿，日本高达 13 万亿。仅外国投资者（政府和中央银行）购买的美国国债余额就接近 6 万亿美元。2008 年金融危机爆发之后 6 年来，所有发达经济体的国债规模及其占 GDP 之比均皆有增无减（阿代尔·特纳著《危机后的经济学：目标和手段》（中译本），曲昭光，李伟平译，中国人民大学出版社，2014 年）。

国债之外，公司债的增长速度更快。1980 年之后，发达国家公司债以 11% 的复合实质增长率快速扩张，很快从 1980 年的 500 亿美元，扩张到 1994 年的 2.2 万亿美元。同一时期，银行发行的债券也从 500 亿美元扩张到超过 2 万亿美元。企业和政府发行的国际债券数量也出现惊人的增长，1980 年之后的年均复合增长率高达 16%，从 1980 年的 2000 亿美元增长到 1994 年的 1.7 万亿美元。到 2005 年，全球私人部门的债券规模更是达到了惊人的 35 万亿美元。此外，还有商业票据等短期公司债。1980 年之后，美国、西班牙、加拿大、瑞典、日本等数十个国家的短期商业票据出现爆发式增长，其复合增长率（洛威尔·布莱恩和戴安娜·法雷尔著《无疆界市场》，汪仲译，台湾时报文化出版企业股份有限公司，1997 年第一版，第 120—125 页）。

## 全球债市飞速增长：不可遏制的动力

固定汇率体系崩溃之后，全球外汇市场加速整合和迅猛增长，各国外汇交易很快达到天文数字，汇差套利成为许多机构和个人竞相追逐的新盈利机遇。随着主要国家外汇市场快速整合成为全球单一市场，主要货币之间的利差和汇差套利风起云涌。政府、企业和银行发现，如果选择到其他市场，以外币发行债券或举借贷款，不仅有可能享受较低利率，而且还可能进行利差和汇差套利。于是，政府、企业和银行纷纷开始利用全球债券市场发行债券，它们纷纷选择利率或成本最低的市场发行债券，同时还借助利差或汇差进行套利交易。

债市飞速发展更为本质的原因，是西方主要国家的福利制度日益完善和僵化，福利开支急剧增加，许多国家的福利开支占到全部财政支出的 60% 甚至 80% 以上。高工资、高福利、高福利成为常态，过度消费成为常态，储蓄率持续下降成为常态。即使采取高税收，仍然无法满足高福利开支的需要，无法缓解财政支出的巨大压力，政府唯一可以依靠的办法就是大搞赤字财政和持续大规模举债。债台高筑不仅是所有发达经济体的常态，而且是导致财政危机、主权债务危机和金融危机的一个重要原因。

根据国民收入的基本恒等式和一般均衡原理，一个国家出现持续的财政赤字、国内储蓄率持续下降、国内储蓄无法支持国内投资，必然意味着经常账户赤字和国际收支赤字，必然需要持续大规模举借外债为国际收支赤字融资。1980 年之后，以美国为代表的许多发达国家国际贸易收支和国际收支长期呈现逆差，国际债市就成为发达国家进行赤字融资的主要手段。

全球性的金融脱媒化趋势，也是刺激全球国债和公司债市场快速增长的重要力量。随着居民储蓄从传统银行转向非银行金融体系，转向影子银行体系，传统银行信贷占社会融资规模或流动性金融资产的规模逐渐下降。以前主要依靠传统银行融资的公司或政府就必须更多地依靠债市融资。

## 新兴市场卷入全球债市和信贷市场

新世纪（2000 年）之后，全球债市、跨境信贷或跨境债务同样成为新兴市场国家整体信贷或融资的重要组成部分。根据国际清算银行的最新数据，2013 年海外向中国市场的信贷增长 50%，达到 1.1 万亿美元。增速仅次于老挝，规模仅次于日本。其中，英资银行对中国的信贷余额达到 1950 亿美元，仅 2013 年就增长 37%。美资银行对中国的信贷余额达到 809 亿美元，仅 2013 年同比增长 14.6%。根据国际信用评级公司惠誉的估计，2010—2014 年，亚洲的银行对中国投放的信贷就增加 2.5 倍，达到 1.2 万亿美元。香港金融管理局甚至警告说，香港银行向大陆市场的贷款

已经是需要高度关注的重大风险因素。

以上数据还不包括中国企业近年在海外发行的债券。根据 IMF 的数据，近 2013 年中国企业海外发行的债务总额飙升 58%，达到 2743 亿美元。绝大多数由非银行金融机构发行。从增量上看，2013 年中国新增海外贷款 3664 亿美元，达到中资银行国内新增信贷规模（约 1.45 亿美元）的 1/4。2013 年年底，中国外债余额总规模为 8632 亿美元，相当于 GDP 的 9%。尽管仍然低于泰国、墨西哥、南非和许多其他国家的水平，不过近年来增长速度很快。

金融资产组合发生巨大变化。以美国为例（引自 Martin Wolf, Fixing Global Finance, the John Hopkins University Press, 2008, pp.11—13）。2005 年，美国整个国家拥有的流动性金融资产高达 52 万亿美元，超过当时美国 GDP 的 400%。其中，美国家庭和非盈利机构持有的流动性金融资产高达 38.6 万亿。其中银行存款 6.1 万亿。信用市场工具 3.1 万亿。直接持有公司股票 5.7 万亿，间接持有公司股票 8.9 万亿（其中：保险公司 1.1 万亿，退休基金 3 万亿，政府退休基金 1.9 万亿，共同基金 2.9 万亿）。其他金融资产 14.8 万亿（同上引，pp. 99—123）。

上述数据显示，以美国为代表的发达经济体的金融资产结构已经发生革命性变化。银行存款急剧下降和股票资产急剧上升是两个显著特征。20 世纪中叶，持有公司股票的美国家庭占全部家庭之比例不到 10%，持有公司股票的家庭里，至少一半家庭只持有一家公司的股票。2000 年之后，超过 50% 的美国家庭通过共同基金持有美国公司股票。

年轻家庭持有股票的比例增长最快。1983 年，35 岁以下年轻家庭持有股票的比例只有 12%，2001 年剧增到 50%，1980 年，持有共同基金的美国家庭只有 6%，如今早已超过 50%。与此同时，拥有储蓄账户的美国家庭占比从 1977 年的 77% 下降到 1989 年的 44%。储蓄者自身成为投资者。共同基金成为美国公司的最大股东。1990 年共同基金规模还只有 1 万亿，到 2000 年就已经达到 7 万亿，目前超过 12 万亿。Fidelity, Vanguard, American, Putnam, T.Rowe Price 等位居前列。Fidelity 成为近 10% 美国全部上市公司的最大股东，它持有数百家美国上市公司 10% 以上的股份（Gerald F. Davis, Managed by the Markets: How Finance Reshaped America, Oxford University Press, 2009）。

## 产业结构巨变导致金融资产结构巨变

金融资产组合变革的背后是美国产业结构的巨变。1970 年代之后，服务业劳动力迅速达到和超过美国全部劳动力的 60%。2000 年之后，美国农业和制造业劳动力总和只占全部劳动力的 11%。零售业的就业人数超过全部制造业的就业人数。沃尔玛一家企业的雇员超过 12 家次贷泡沫企业的就业人数之和。2006 年次贷泡沫高峰期时，美国房地产经纪人总数超过美国农民的总数。房地产掮客总数超过纺织业全部就业人数。20 世纪中叶的最大雇主和最具影响力的企业，诸如 AT&T、通用汽车、美国钢铁、西屋电气等等，早已日薄西山，成为明日黄花，取而代之的是服务业，尤其是零售业和金融（同上引）。

伴随着产业结构和就业结构的巨变，美国金融市场整体呈现快速“张势”。根据《华尔街日报》的数据，2000 年，标准普尔 500 指数成分股公司的 40% 收益来自借贷、金融交易、风险投资和其他金融活动（同上引）。到 2005 年，全球 25 家最大公司有 23 家在美国股票市场上市。1990 年代，数百家外国公司跑到美国纳斯达克和纽约交易所上市，包括超过 60 家以色列公司和 12 家智利公司。自 1990 年，近百家中国公司到美国上市，仅 2014 年前五个月就达到 9 家。

## 全球金融资本主义的本质

美国社会学家 Anthony Giddens 说：“当今世界经济确属史无前例。我们可以称之为全球电子化经济体系。基金经理人、银行、公司乃至数以百万千万计的个人投资者，只需要按动一下鼠标，顷刻之间就能够将海量资金从地球一边转移到另一边。当他们如此快速转移资金之时，看似坚如磐石的各国经济，往往遭受重创，陷入动荡，正如我们在亚洲金融危机期间所看到的那样。（引自 Gerald F. Davis, Managed by The Markets: How Finance Reshaped America, Oxford University Press, 2009, p.37.）

一切为了资本，一切依靠资本，一切来自资本。一切为了股东，一切依靠股东，一切来自股东。一切为了市值，一切依靠市值，一切来自市值。这就是全球金融资本主义时代最响亮的时代宣言和最可靠的行为准则。公司社会、股东社会、市值社会、资本社会、资产组合社会、虚拟资本社会……这就是全球金融资本主义的各种别名。

## 兼并收购大潮迭起，全球银行深度整合

银行和金融业的的大规模整合，是全球金融资本主义时代的又一个显著特征。全球金融业的的大规模收购兼并和整合，则是 1970 年代开启的滚滚金融洪流的一个分支，是金融创新日新月异的必然结果。美国 1980 年代开始的疯狂并购浪潮，无论从持续的时间、涉及的行业，还是手段的创新和交易的金额上看，均超越以往时代。私募股权基金的异军突起（以黑石、KKR 等为代表）、垃圾债券的神奇魔力（以迈克尔·米尔肯为代表）、资产证券化的急速增长、高频交易和算法交易（Algorithmic Trading）的异军突起，共同推动全球金融进入交易时代和赌博时代。银行金融业的长时间大规模兼并整合，正是这个大背景下的重要事件，也是传统银行迎接新金融时代挑战的主要战略。

首先，1970 年代之后，美国银行业经历了大规模的兼并收购和整合，银行业集中度大幅度提升。目前的美国银行巨头和全球银行巨头几乎无一例外皆是通过长时间持续的兼并收购而形成。譬如美洲银行 1982 年已经是全美吸收存款最多的银行，随后 20 多年里，该银行持续发起一系列兼并收购：包括收购达拉斯的第一共和银行、弗吉利亚的 C&S/Sovran 银行、圣路易斯的船民股份银行、佛罗里达的巴纳特银行、旧金山的美洲银行、波士顿的 FleetBoston 银行，以及其他多达数十起的小型银行兼并。到了 2007 年，持续的收购兼并终于创造出美国历史上第一家真正意义上的全国性银行——美国银行，它拥有 6000 多家分支机构，存款额占全部银行存款余额的 10%。

另一银行巨头——摩根大通银行——也是经过一连串大规模收购兼并而诞生，尤其是收购了纽约一些规模巨大的老牌银行，包括大通银行（1982 年排名第三）、汉华银行（1982 年排名第四）、JP 摩根（排名第五）、化学银行（排名第七）、第一芝加哥银行（排名第十）、底特律国民银行（排名第二十四）。花旗银行也是如此。持续 20 多年的收购重组，让花旗银行完全脱胎换骨，变成一家无所不包的金融超市或银行巨无霸，业务涵盖传统商业银行、全球零售银行、证券经纪和投资银行。

到 2008 年，美国三家银行巨头各自皆拥有超过 1.2 万亿亿美元的庞大资产。金融海啸期间，在政府授意或强制下，“三巨头”还担负起美国金融危机救火队的重任。摩根大通收购了贝尔斯登和华盛顿互惠银行（曾经是美国最大的储蓄和贷款银行），美国银行则收购了濒临破产的美林证券和美国最大的按揭贷款机构——Countrywide。

我们再看其他几个著名案例：  
汇丰银行控股集团。过去半个世纪里，汇丰总共进行了 500 多次并购。1980—2008 年，汇丰集团发起的收购高达 365 次。其中被搁置和最终被取消的并购者高达 138 次，其余皆完成收购。比较著名的包括：1965 年（汇丰成立百年之时）收购恒生银行 65% 的股权；1990 年代收购美国海丰银行和英国米特兰银行；1990 年代后期趁拉美金融危机，低价收购巴西和阿根廷数家银行。多达数百次的收购里，1991 年之后发起和完成者达到 86.8%，正是私募基金、资产证券化和垃圾债券的黄金时代。从地域分布看，汇丰集团的收购案例，46.4% 发生在美洲，32.5% 发生在欧洲，20.8% 发生在亚太地区，与全球金融业的分布大体吻合。

德意志银行。德意志银行自成立之日起，始终是德国乃至欧洲商业银行的顶级巨头，同时又是全能银行模式的典型代表。100 多年来，通过持续并购工业企业和金融企业实现快速扩张，始终是德意志银行发展的主旋律。譬如，早在 1876 年，德意志银行就通过收购德意志联合银行和柏林银行，一跃成为德国最大的银行集团。1930 年代，随着德国军事势力急速膨胀，德意志银行的业务范围亦迅速覆盖到整个欧洲。二战结束之后被强行分拆，1957 年又重新合并为德意志银行。1970—1997 年，德意志银行开启大规模海外并购的新时代，一个重要里程碑是收购英国老牌的投资银行摩根建富。1997—2002 年，连续收购包括美国信孚银行在内的多家银行和金融企业，再度跃居全球顶级银行巨头。2000 年之后，德意志银行将并购业务逐步转向新兴市场国家，成为欧洲大陆最具国际化的银行之一。

2000 年之后，新兴市场国家逐渐成为国

际并购的热门地点。1991—1995 年新兴市场国家的银行金融并购规模还仅有 25 亿美元，1996—2000 年达到 510 亿美元。2001—2006 年达到 670 亿美元。

随着银行金融业全球范围内的大规模收购兼并，国际化、多元化、综合化成为许多金融机构业务的共同特点。譬如，花旗、汇丰、渣打、大通、德意志银行等的全部收入里，超过 30% 来自新兴市场，渣打银行获自新兴市场国家的收入竟然占到 90% 以上。

2007—2008 年次贷危机和金融危机引爆全球金融大变局，兼并收购此伏彼起，再度掀起高潮。譬如，2008 年，摩根大通以 10 亿美元收购贝尔斯登的剩余资产，以 19 亿美元收购华盛顿互惠银行，皆是所谓“趁火打劫”的低价收购。2007 年，美洲银行以 210 亿美元收购著名的荷兰银行。2008 年 1 月，美国银行再度以 41 亿美元收购美国最大房贷机构——Countrywide。2008 年 9 月，金融海啸最恐怖时刻，经政府协调和授意，美洲银行以 500 亿美元收购美国第三大投资银行——美林证券。与此同时，富国银行收购美林银行，收购成为美国第四大银行。英国巴克莱银行收购破产投行雷曼的北美业务。西班牙的最大银行——桑坦德斥资 12.6 亿和 6.12 英镑先后收购英国莱斯特银行和英国抵押贷款银行。

新时代里，中国银行巨头也开始加入国际并购行列。譬如，2008 年，中国工商银行斥资 54.6 亿美元收购南非标准银行的 20% 股份，成为中国银行海外并购的成功案例之一，随后多家中国银行相继成功实施海外并购。中国的商业银行巨头开始成为国际银行业的重要成员。

## 资产证券化催生金融大变局

全球金融资本主义时代所有的金融创新里，有一项令人吃惊、令人费解、不可思议和天翻地覆的金融创新，那就是资产证券化。许多人相信，资产证券化的快速增长是导致次贷危机和金融海啸的主要原因。资产证券化还有另外一个名称：“结构化金融”（Structured Finance）。资产证券化或结构化金融的神奇之处，就是重新组合资产风险并由此创造出更加安全、风险更小、甚至毫无风险的资产。通过重新组合和包装资产，能够创造出比最安全的 AAA 级国债还要安全的金融资产，或者没有任何风险的“绝对安全资产”，这真是金融历史上亘古未闻的新鲜事。所以，“危机的核心原因，就是金融市场突然意识到，那些证券化资产的风险远不是原先所宣传的那么小，反而是大得多（Joshua Coval, Jakub Jurek, and Erik Stafford, The Economics of Structured Finance, the Journal of Economic Perspectives, Winter 2009, p.3）。

1970 年代中期之前，资产证券化几乎闻所未闻。最早开始资产证券化尝试的是美国投资银行——第一波士顿和罗斯门兄弟。最早被证券化的资产则是按揭抵押贷款。住宅按揭抵押贷款的资格符合按揭抵押贷款的要求，因为除了按揭贷款本身具有住宅资产为抵押之外，美国还有许多联邦或州政府金融机构为住宅抵押贷款提供保证，最著名者当然就是房地美和房贷美。所以住宅抵押贷款从一开始就具备标准化的特征。投资银行将标准化的住宅按揭贷款合约组合成为所谓特殊目的信托基金（Special Purpose Trust），将其证券化，将资产本金和利息的风险转移给购买此类债券的投资者。

很快，华尔街金融家就发明出日益精巧的资产组合技术，能够将标准化程度低的各种金融资产重新包装，变成具有明确投资回报率与信用风险等级的债券，从而能够大规模出售给机构投资者和普通个人投资者。精巧的资产组合和包装技术，让资产证券化迅速从住宅按揭抵押贷款，扩展到汽车贷款、信用卡贷款（应收账款）以及其他具有可预期现金收入流的资产，包括商业房地产贷款、高收益贷款、新兴市场国家债务、中期银团企业债（medium syndicated debt）、甚至中小企业贷款。几乎所有金融资产都开始实施证券化。按揭贷款、商业银行贷款、应收账款、商业票据之外，甚至连保险赔付合约和法律诉讼赔偿等等都被证券化。

资产证券化首先让债券类金融资产急剧增长。到 2007 年金融海啸之前，美国债券类金融资产的规模已经大大超过股票市值。1980 年，证券化资产还不到 1 亿美元，仅占全球金融资产的万分之一。仅仅 10 多年后的 1992 年，仅在美国，证券化的抵押贷款、资产抵押本票债券等各类金融资产就超过 1 万亿美元，年增速（复利计算）达到 34%。1996—2006 年的 10 年间，美国的结构性金融产品发行量增长超过 10 倍。正常年份里，每个季度的发行量约为 250—400 亿美元，高峰年份（2006 和 2007 年头两个季度）每个季度的发行量约为 1000 亿美元（同上引）。全球的证券化资产总规模当然要比美国市场规模大，不过很难精确统计。

（下转 04 版）

## 全球流动性金融资产：洪流奔涌

全球金融资本主义时代的首要特征事实，是全球流动性金融资产总额呈现爆炸式增长。全球流动性金融资产包括所有的金钱和市场上一切可交易的金融资产，譬如可买卖的股票、债券、外汇、衍生金融产品等等。目前对全球流动性金融资产的定义一般包括货币、债券、股票。如果将衍生金融资产包含在内，数量将庞大得多。此处的数据没有包括衍生金融资产，理由是人们对衍生金融资产的价值定义分歧极大。我们将在其他地方谈到衍生金融资产的总规模和快速增长机制。根据多个渠道的统计结果，我们得到全球流动性金融资产的几个重要的里程碑数据（数据来源分别是：洛威尔·布莱恩和戴安娜·法雷尔著《无疆界市场》，汪仲译，台湾时报文化出版企业股份有限公司，1997 年第一版。

Martin Wolf, Fixing Global Finance, the John Hopkins University Press, 2008. Robin Greenwood and David Scharfstein, "The Growth of Finance", The Journal of Economic Perspectives, Spring 2013）。

1980 年：11 万亿美元。  
1994 年：41 万亿美元  
2003 年：140 万亿美元  
2015 年：200 万亿美元

全球流动性金融资产与全球产出（GDP）之比同样出现前所未有的飞速增长。

1980 年：109%  
1995 年：218%  
2003 年：316%  
2015 年：350%

1995 年到 2005 年，各国流动性金融资产与 GDP 之比均呈现快速增长。美国从 303% 上升到 405%；英国从 278% 上升到 359%；欧元区从 180% 上升到 303%。根据 McKinsey Global Institute 的统计，2005 年，全球流动性金融资产达到 140 万亿美元。其中美国流动性金融资产 52 万亿美元，欧元区为 30 万亿美元，日本为 19.5 万亿美元，英国为 8 万亿美元。四大经济体流动性金融资产总和为 109.5 万亿美元，占全球流动性金融资产大约 80%（Martin Wolf, Fixing Global Finance, the John Hopkins University Press, 2008）。

以复利计算，1980—1994 年，全球流动性金融资产复合增长率高达 10%，扣除通胀率之后的增长率为 5%。另外 5% 为通胀率。其中货币供给实质增长率为 2%，国际债券实质增长率为 11%，政府债券实质增长率为 8%，公司债券实质增长率为 6%，股票实质增长率为 7%。1995—2005 年，全球流动性金融资产的复合增长率更是高达 13.35%（洛威尔·布莱恩和戴安娜·法雷尔著《无疆界市场》，汪仲译，台湾时报文化出版企业股份有限公司，1997 年第一版，第 100—105 页）。

同一时期，全球流动性金融资产的构成亦发生重大变化，这是金融创新、金融脱媒、资产证券化、债市迅猛增长、股票市盈率大幅上升等多个因素共同作用的结果。以 2005 年为例，2005 年全球 140 万亿美元的流动性金融资产里，44 万亿为股票，35 万亿为私人部门债券，23 万亿为政府部门债券，38 万亿为银行存款。从 1980 年到 2005 年，银行存款占流动性金融资产的比例从 42% 下降到 27%（同上引，第 107—110 页。Robin Greenwood and David Scharfstein, "The Growth of Finance", The Journal of Economic Perspectives, Spring 2013, pp. 18—22）。

## 全球债市：潘多拉盒子打开

布雷顿森林体系崩溃，首先刺激全球债市飞速增长。越来越多的发达经济体甚至新兴市场经济体的政府和企业均发现，透过国际资本市场发行债券，为财政开支和企业投资融资，往往比求助本国税收和本国银行贷款要快捷和便宜。布雷顿固定汇率体系崩溃的第一大贡献就是开启全球跨国债券市场的大门，包括国债和公司债。1980—1994 年，发达国家政府债券的复合增长率达到 8.4%（名义增长率达到 13%）。1980 年，发达国家政府公债为 1934 亿美元，1994 年达到 10155 亿美元，2005 年达到 23 万亿美元，到 2008 年全球金融海啸爆发前夕或之后，发达国家政府公债与 GDP 之比普遍超过 100%。

2012 年，各国公共债务占 GDP 之比分别是：美国 105%、英国 110%、意大利 122%、欧洲平均 90.4%、法国 77%、希腊 158%、葡萄牙 101%、爱尔兰 120%、西班牙 64%、德国 74%、日本 220%。即使依照平均 100% 估算，发达国家政府公债总额早已超过 40 万亿美元。其中