

国有银行的资产扩张、分红博弈及其市场化困局

中国财政金融政策研究中心 张 杰

摘要: 本文试图通过考察改革过程中国有银行各类当事人围绕资产扩张形成的利益冲突以及它们对于分红的不同时间偏好解析国有银行改革所面临的“两难困局”, 进而窥探“共谋套利”格局的形成机理。本文的一个贡献是初步揭示了, 在国有银行体系改革过程中, 作为策动者的国家是如何被一步步牵入试图兼顾金融控制和市场化双重目标的两难困局的。就迄今为止的国有银行改革而言, 由于其凸显的是国家与国有银行代理人以及国(内)外所谓“战略投资者”之间错综复杂的利益博弈关系, 因此改革的成败不仅取决于国家是否能够及时甄别和有效控制其它两个“当事人”意在向“初始出资人”转移风险的利益合谋, 还取决于国家能否避免相关治理举措对其市场化激励机制的损害。

一、引言：一个“共谋套利”格局？

改革以来, 国家向国有银行体系支付了大量的利差补贴, 并持续提供着隐性风险担保。不用强调, 利差补贴与国家破产担保的奇特政策“搭配”自然会极大地刺激国有银行的信贷冲动。不过, 对于处在经济改革关键时期的国有银行来说, 其信贷扩张的目标并不仅仅是为了获取已属相当丰厚的利差收益, 它们有着更进一步的利益诉求。让人多少感到有些意外的是, 长期以来一直以风险以及成本承担者面目出现的国家, 却在国有银行进一步的利益诉求格局中, 也拥有属于自己的利益份额。这种利益份额的存在, 使得国有银行市场化改革的既有利益博弈棋局更加复杂化, 与此同时, 也将原本打算借助改革过程“全身而退”的国家这个国有银行的初始出资人, 逐步拖入由市场化与金融控制两股力量相互纠缠纽结而成的改革困局之中。

国家的利益追求同样需要借助于国有银行的资产扩张, 仅从这种意义上讲, 国家与国有银行体系以及“其他出资人”的利益函数具有某种程度的兼容性或者一致性。与一般商业银行相比, 国家作为国有银行的主要出资人(特别是提供着“国家声誉”这个无形资本), 其获取红利的方式十分特殊。除了通过税收等显性渠道得到一定数量的直接收益之外, 更多的回报则是借助银行的资产扩张这个十分隐蔽的方式间接获得的(张杰, 2004)。毋庸讳言, 在经济改革的多数时期, 国有银行的资产扩张本身就是出资人以及相关利益各方共同获取红利的过程。

不难想象, 当一家国有企业得到一笔国有银行的救助性贷款, 从而极大地缓解了经营困境, 这对同时作为出资人的国家来说, 其净收益是显而易见的。只要这家国有企业“起死回生”之后的税收贡献、对国家财政救助成本以及其它社会成本的节约数额之和大于救助性贷

款必然反映在国有银行账面上的不良贷款数额，国家最终还是“有利可图”的。在不少情况下，国有银行账面上的不良贷款“损失”反映在国有企业账面上往往成为国家的“收益”；如果国有银行清理了不良贷款，则国有企业账面上的国家收益便会荡然无存。因此，就国家看来，无论是对信贷规模的削减，还是对不良贷款的清理，都存在一个“适度”的问题，最终的“均衡”政策尺度定在何处，取决于不同利益间的权衡和妥协。毫无疑问，对于介入国有银行资产扩张过程的有关当事人来说，它们实际上合力营造了某种“共谋套利”的利益格局，并据此得到了一个“皆大欢喜”的帕累托改进结果。

本文试图通过考察改革过程中国有银行各类当事人围绕资产扩张形成的利益冲突以及它们对于分红的不同时间偏好解析国有银行改革所面临的市场化与金融控制的“两难困局”，进而窥探“共谋套利”格局的形成机理。本文的结构如下：第2节描述改革中国有银行的资产扩张冲动及其有关当事人之间的利益冲突；第3节考察国有银行不同“出资人”以及代理人之间围绕分红问题形成的不同时间偏好，以及对各自金融行为造成的影响；第4节讨论国有银行市场化改革路径的选择困局及其形成原因；第5节是结论性评论，并尝试性地给出相关政策建议。

二、资产扩张及其利益冲突

我们注意到，在前述有关当事人拥有某种“共同利益”的背后，实际上存在着迥异的风险约束。国有银行体系的基本特征是，国家通过提供“无形资本”为其做出最后的救助承诺，这种承诺意味着，国家一方面要为国有银行的最大债权人（存款人）负责，另一方面还要为国有银行的信贷失败（不良贷款）“埋单”。救助承诺实际上为国家借助信贷扩张获取相关利益的行为设置了某种风险界限，而国家在此过程所获利益完全可以视为对其无形资本投入的“风险补偿”。国家想必明白，在国有银行体系正常运转时，大家共享收益，各得其所，可一旦出了问题，则“其他人”就会退避三舍，风险只有自己“兜着”。正是这种风险收益的对称性，决定了国家在推动国有银行资产扩张过程中的内在节制和自我约束，反映在图1中，国家的资产扩张以及收益追求将最终止于E点。

若换一个角度，国家的收益追求之所以止于E点，则是因为国家对于银行信贷的增长具有其特殊的福利需求。也就是说，与其它利益主体不同，国家（或者政府）追求的是信贷增长总福利的最大化，而不是哪个单个福利的最大化（Roland, 2000, p. 313）。总福利的最大化意味着对各个当事人单个福利最大化的加总，加总就一定包涵着权衡和妥协。说得更直白一点，就是需要“摆平”与国有银行信贷增长有关的每一个利益主体的偏好。由于各个当事人的单个福利最大化偏好难免存在差异性，比如，对于国有银行自身，迅速的信贷扩张在很大程度上会增加其账面收益，符合其福利最大化的偏好，但对于存款人以及宏观金融稳定而言或许会造成巨大的“伤害”。因此，国家加总单个福利最大化的过程一定伴随着福利间的“组合”和抵消，结果则是，虽然单个福利的最大化偏好未能如愿以偿，但每个当事人的利益都得到了兼顾，偏好的兼顾本身实际上形成了对信贷扩张的约束机制，最终使得银行的

资产规模停在了某个均衡位置（如 E 点）。

相比之下，国有银行自身和“其它出资人”则没有那么多顾忌。既然信贷资产扩张可能带来的风险都将被无形资本所“稀释”，则它们的信贷行为在理论上就不再存在任何约束，它们便可放手追求其单个福利的最大化了。如果在原本风险收益严格对称的效用函数中单方面剔除了风险因素，那么有关当事人的理性选择必然是资产扩张。无疑地，对于一个能够满足风险收益对称条件的当事人而言，其最大的资产规模一定比风险收益不对称的当事人要小许多。在图 1 中，表现为 $L_s^* < L_b^*$ 。这样，国家与国有银行以及“其它出资人”之间围绕各自最大资产规模的博弈和冲突便在所难免。

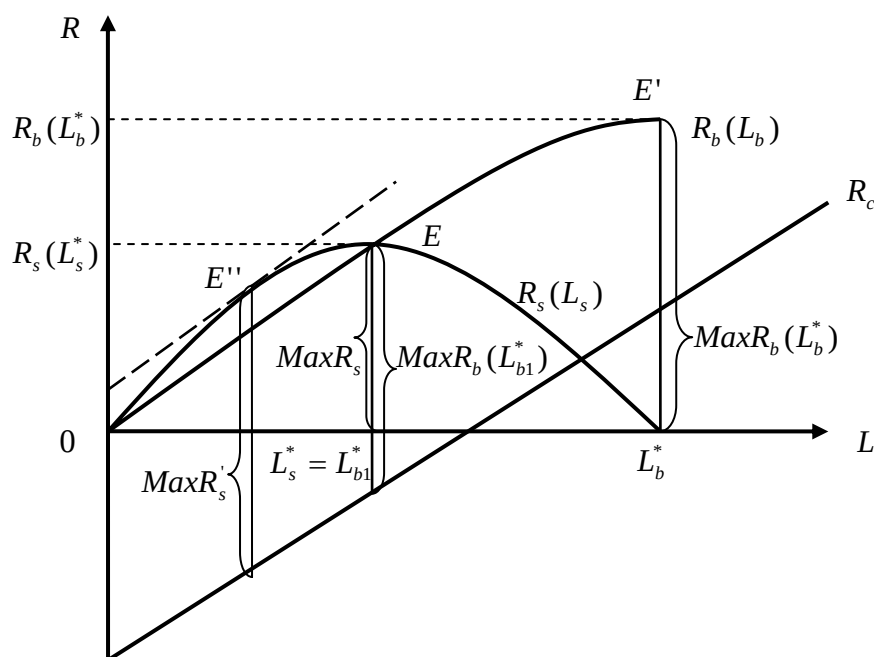


图 1 两种资产规模及其利益冲突

直观地看，基于图 1，两种资产规模的博弈以 E 点为界划分为两个阶段。在阶段 I，国家收益函数[由曲线 $R_s(L_s)$ 表示]和国有银行以及“其它出资人”的收益函数[由曲线 $R_b(L_b)$ 表示]均呈现上升态势，相比之下，国家收益对国有银行资产扩张的需求更加强烈，即曲线 $R_s(L_s)$ 总是高于曲线 $R_b(L_b)$ 。这种情形反映了经济改革过程（特别是 1996 年以前）国家的高增长偏好对国有银行信贷机制的驱使，可以说，在这一阶段，国家借助国有银行的金融支持实现了经济的高速增长以及与此伴随的国力提升、社会稳定和财政汲取能力的增进，其收益偏好得到极大满足。与此同时，国有银行（尚不包含“其它出资人”）相对较低但仍呈上升趋势的收益函数则主要体现为国家对其信贷行为的隐性担保以及与此相关的各种补贴（包括注资补贴和利差补贴等）。

在阶段 II, 国家收益函数出现边际下降, 国有银行以及“其它出资人”的收益函数 $R_s(L_s)$ 则持续上升, 并迅速超越前者。不过, 仅从理论上讲, 在阶段 II 的初始点, 国有银行以及“其它出资人”的收益函数走向仍存在两种可能。一种可能是停留于妥协点 E , 另一种可能是直奔单个福利最大化的实现点 E' 。如果 $R_s(L_s)$ 止于 E 点, 则意味着国有银行的信贷行为发生了重大的制度性变革, 从而形成了相应的风险约束机制。直观地看, 这就等于给国有银行在原有的收益函数基础上配备了一种新的风险准备收益函数, 在图 1 中, 这种新的收益函数用一条向右上方倾斜的曲线 R_c 表示¹。由于感受到了风险压力, 国有银行的资产扩张冲动会随即减弱。假定国有银行以及“其它出资人”资产扩张的新偏好与国家的信贷偏好重合, 则 $L_s^* = L_{b1}^*$, 双方会在 E 点分享“加总”后的总收益, 即国家得到 $R_s(L_s^*)$ 或者 $MaxR_s$, 国有银行以及“其它出资人”得到 $MaxR_b(L_{b1}^*)$, 就后者而言, 一部分来自信贷收益(横轴以上部分), 另一部分来自风险准备收益(横轴以下部分)²。这显然是一个十分理想的“双赢”结果。

就国有银行与国家在 E 点分享收益而言, 它等价于双方收益函数达成一致的情形。可以说, 这是中国国有银行制度改革多年来所追求的理想境界。实际上, 国有银行以及“其它出资人”在 E 点得到的是一个切点解³。从理论上讲, 相对于端点解(如 E' 点), 切点解一定是包含着某种约束和妥协的均衡解⁴, 它尽可能整合了所有当事人的偏好和诉求, 或者说, 它体现的是前面已述的总福利最大化, 而这正好是国家收益函数的目标。由此不难发现, 若要从根本上抑制国有银行的资产扩张冲动, 让其收益偏好由无约束的 E' 点转向有约束的 E 点, 一个必要条件是增加其内在的风险准备需求(也就是加大风险准备收益曲线 R_c 的斜率)。除此之外, 任何外在的信贷约束方式(如货币当局频繁使用的提高存款准备金率的做法)⁵都难以达到理想的效果。归根结底, 问题的要害并不在于借助某些看似强硬果敢的金融政策人

¹ 有关风险准备与银行信贷规模之间关系的正式讨论, 可参见 Tobin, with Golub(1998, pp.174-176)。

² 国有银行的风险准备收益会随着资产规模的扩张而递减, 如资产规模达到 L_b^* 时, 风险准备收益为负, 这将促使国有银行改变原有的信贷扩张政策。随着信贷规模逐步缩减到 L_{b1}^* , 国有银行会得到正的风险准备收益, 与此同时, 其总体收益也会达到可能的最优。

³ 如果考虑国家从针对国有银行的风险准备中获取相应收益(如提升银行体系的稳健性等)的情形, 则国家收益函数也存在一个切点解(如图 4 中的 E'' 点)。在此点上, 国家获得的均衡收益为 $MaxR_s'$, 与此对应的信贷规模小于 L_s^* , 完全符合切点解小于端点解的理论要求。为了讨论的方便起见, 本文舍弃了这种情形, 但不影响分析结论。不过, 重要的是, 这种舍弃也在很大程度上反映了国家在国有银行改革过程中所处的实际地位。

⁴ 需要强调的是, 市场经济实质上就是妥协经济。我们在经济学教科书中经常碰到的市场均衡以及“切点解”, 实际上就是“妥协解”。市场机制就是一个让人们从利益冲突走向利益妥协, 最终达成交易、各得其所的平台。如果 0 是最劣解, 1 是最优解, 市场则会让大家得到 $1/2$ 这个妥协解。相比之下, 后者是最稳定的, 所以市场经济制度就建立在了它的基础之上。

⁵ 例如, 自 2006 年 7 月至 2007 年 11 月, 短短一年多的时间, 货币当局通过连续 12 次的操作, 将存款准备金率从一开始的 7.5% 提高到 13.5% 的历史高位。即便如此, 国有银行信贷扩张的总体势头并未显著减弱。

为限制国有银行的信贷能力,而在于通过合理细腻的制度调整有效剔除诱致国有银行资产扩张冲动的内部激励机制。

可是,我们已知,国有银行的风险准备需求早已被国家的“无形资本”消除殆尽。这就意味着风险准备收益曲线 R_c 的斜率将迅速下降,并最终与横轴重合⁶。在这种情况下,原来的切点解已经远远不能满足国有银行的收益渴望,因为此时出现了一个更大也更为诱人的收益目标[即 $R_b(L_b^*)$],即 $MaxR_b(L_b^*)$ 严格大于 $MaxR_b(L_{b1}^*)$ 。为了实现这一目标,国有银行迫切需要将资产规模由现在的 L_{b1}^* 扩展到 L_b^* 。基于此,在阶段 II 的初始点,国有银行的收益函数便实际选择了另一种可能走向,即直奔单个福利最大化的实现点 E' 。就这样,国有银行的信贷资产便由此前国家推动下的“被动扩张”转变为自身收益函数驱动下的“主动扩张”;在被迫服务了 20 余年的国家经济增长战略之后,国有银行终于等到机会要为自己的利益最大化目标“放手一搏”了。在随后的资产扩张过程中,两种收益函数呈现不同走势,国有银行的收益曲线迅速超越国家的收益曲线。依照图 1 的假定,在国有银行以及“其它出资人”实现最大收益的 E' 点,国家的收益函数落到了横轴上,最终得到的是一个角点解,即净收益等于 0⁷。这个结果意味着,国有银行的净值已经被有关当事人通过信贷资产的快速扩张瓜分殆尽,而对国家来说,正如前文曾经提及的那样,除了“无形资本”以及与之伴随的金融风险,只剩下一个千疮百孔的国有银行“制度空壳”。

三、分红的时间偏好差异

上述两种利益函数在 E 点之后的重大分歧,在很大程度上体现了相关当事人围绕银行收益所拥有的不同时间偏好。Akelof and Romer (1993) 在一项专门针对所谓“掠夺型所有者”的开创性研究中揭示,当政府为企业的债务提供担保时,对于企业的所有者而言,追求短期红利最大化就很容易成为一个比最大化企业长期净值更具吸引力的策略。道理很简单,对于一家负债型企业(如银行)来说,当前的收益(分红)属于所有者,而未来的收益则属于债权人以及担保者。无疑地,国有银行体系的情形可以刻画为,存款人(债权人)及其作为担保者的国家偏好于保持和增加银行的长期净值,而国有银行(管理者)以及“其它出资人”(包括所谓的“国外战略投资者”)偏好于最大化短期分红。

在国家提供隐性担保的场合,国有银行以及“其它出资人”很快发现了一条追求短期分红最大化的理想途径,那就是通过尽可能多地扩大负债规模来支撑资产扩张,据此在银行账面上人为创造高的当前会计收益,然后想办法将这种收益转化为有关当事人手中的红利。由于被银行当作红利分掉的收益毕竟只是账面收益,因此所谓的短期分红实际上是对银行未来才能实现的实际收益的一种“预支”。如果考虑到出资人特别是“其它出资人”提供的初始

⁶ 从理论上讲,只要不改变斜率, L_c 线的平移不会影响均衡解的位置。这里,我们之所以假定 L_c 线与横轴重合,纯粹是出于讨论的方便。

⁷ 实际上,更有可能发生的情形是,国家的收益曲线掉到横轴以下,即产生了负的净收益。

资本十分有限，至少从理论上讲，这种“预支”就意味着会有相当规模的存款被国有银行当作红利事先分掉。基于“无形资产”的支持，存款毕竟是一种无风险资金，同时存款规模的大小也决定着银行能够预支的未来实际收益的多少。既然存款本身已然作为当前红利的重要金融基础，各大国有银行竞相放开手脚争夺存款就完全在情理之中了。结果，为预支红利而增加存款就成为国有银行以及“其它出资人”从市场化改革一开始就发现并坚守的一条基本逻辑。

表 1 国有银行贷款、资产与净利润平均增长率：2001 年—2007 年 (%)

年份	四大上市行（包括交通银行）			五大行（包括中国农业银行）		
	贷款	资产	净利润	贷款	资产	净利润
2001	18	12	5	16	13	61.6
2002	26	11	52.25	24	12	72
2003	16	13	203.75	17	14	156.2
2004	7	4	285.5	9	6	229.2
2005	1	21	132	3	21	96
2006	13	16	29	13	15	114.4
2007.6	9	12	49.5	9	12	/
平均值	12.86	12.7	108.14	13	13.29	121.57

注：①五大行净利润为 2001 年—2006 年 6 年的平均值；②各年间净利润的平均增长率起伏巨大，体现出国有银行的制度变迁特征，同时也不排除数据本身的问题（比如未扣减拨备等），不过这并不影响我们对国有银行账面利润增长的基本判断；③若考虑到 2004 年以来国有银行不良贷款被陆续剥离的情形（如 2004 年 6 月和 2005 年 6 月，中国银行、中国建设银行和中国工商银行分别处理不良贷款 3850 亿元和 6290 亿元），则表中相应年份贷款与资产的增长率存在很大程度的低估。

资料来源：本表依据《中国金融年鉴》（2000 年—2006 年各卷）以及 2006 年、2007 年上半年各行年报、半年报相关数据计算。

然而，国有银行以及“其它出资人”毕竟不能把存款直接当作红利拿走，其分红无论如何也需要走过一个完整的资产负债流程。说得更明确一些，从国有银行的账面上最终拿走红利需要首先借助资产扩张来“制造”账面红利。基于前述，同样一份国有银行的收益，却存在着一个十分奇特的“跨时偏好”结构，国家（以及存款人）追求未来（或者到期）收益（净值）最大化，国有银行以及“其它出资人”追求当前收益（红利）最大化。相比之下，前者自然更加关注资产的安全水平与绩效，而后者则更倾向于关注资产的扩张速度与规模。对于一份总量一定的跨时收益“蛋糕”来说，后者多切一块就意味着前者少切一块。极端地讲，对于后者来说，让前者在未来少切一块的最直接途径就是用快速资产扩张所必然产生的“负效应”侵噬银行的长期净值。既然在既有的银行制度框架中，后者没有责任（当然更无意愿）

偿还银行的最终债务，那么它也就没有必要关心信贷项目是否具有净现值。结果是可以想象的，那就是会有越来越多的低效项目进入银行的信贷决策程序，银行也就无形中倾向于寻找“如果履行信贷合同似乎会获得高现值但实际上不会而且也不能履行合同的合作伙伴”（Akelof and Romer, 1993）。在这种情况下，不良贷款以及潜在呆账损失的积累将难以避免。问题在于，对于国有银行而言，呆账损失只与未来的净值有关，而与短期红利并不直接关联。因此，不良贷款甚至呆账的积累就具有最终侵蚀银行长期净值的显著效应。由此我们不妨大胆推测，为获得短期红利而扩张资产进而积累呆账似乎成为国有银行及其“其它出资人”的一种刻意行为。

这样，我们就可以对近年来特别是 2004 年新一轮市场化改革以来国有银行的“巨额盈利之谜”进行合理解释。从总体上看，伴随资产与信贷的快速扩张，国有银行体系账面利润的增长十分惊人。中国人民银行的一项研究结果表明，在 2001 年至 2006 年间，四大国有银行（包括中国农业银行）税前利润的复合增长率高达 53.82%。在国内前 50 家银行的税前利润总额中，四大国有银行所占比例从 2003 年的 40% 陡然提升到 2004 年的 75%，2005 年一度接近 80% 的高位，2006 年仍保持在 75.32% 的水平（中国人民银行研究生部课题组，2007）。另据统计（参见表 1），2001 年至 2006 年，五大国有银行平均净利润的年均增长率高达 121.57%；截至 2007 年 6 月，已经上市的国家绝对控股国有银行（包括交通银行）的净利润平均增长依然接近 50%。这种结果的确让人惊叹不已，在既有的制度框架中，看似低效配置的国有银行资产竟然能够“挤出”如此丰厚的利润！

那么，国有银行快速膨胀的账面利润又是如何被有关当事人分享的呢？若暂时撇开间接收益（比如金融支持）和税收收入不谈，作为国有银行的主要出资人，国家还是获取了一笔数目不菲的红利，主要体现为汇金公司和财政部的出资回报。据测算，截至 2006 年 4 月，仅汇金公司通过售股和分红从三家国有银行获取了 968.625 亿元的收益，等于收回了近 20% 的注资（李利明、曾人雄，2007，pp. 233—234）⁸。需要提醒的是，这笔看似丰厚的收益其实只是国家全部应得红利的一小部分，而且还是包含风险抵补的收益；如果考虑到国家提供的“无形资本”及其所承担的风险因素，这笔红利就显得微不足道。相比之下，国有银行自身以及“其它出资人”得到的则是无风险红利，也就是剔除了风险因素的净收益。理论界对这一部分红利规模充斥着各种各样的猜测和估算⁹，但其准确性有待进一步查证。不过，仅基于本文前面揭示的逻辑，国有银行体系特别是“其它出资人”中的境外投资者在国有银行市场化改革过程中获取了巨额红利，这一结果至少在理论上具有很强的可信性。

单就国有银行自身而言，作为“代理人”，在既有的金融制度框架中，其追求自身收益

⁸ 对国家而言，这仅是有形资本的回报，无形资本的红利在理论上肯定会更大，但存在估算难题，获取方式及其数额也需要专门讨论。无论如何，相对于其提供的“双重资本”规模，国家从国有银行账面利润中实际所得份额一定小于其理论上的应得份额。

⁹ 如据一项市场统计，仅 2006 年，境外投资者在已经上市的国有四大行身上就赚走了 7500 亿元的红利（《华夏时报》2007 年 9 月 1 日），另据媒体引述，美国银行已从对中国建设银行的投资中潜在获利约 320 亿美元，足以抵补其因次贷危机所造成的近 40 亿美元的损失（《新京报》2007 年 11 月 15 日）。薛长青、李凌等（2007）的一项研究结果显示，根据 2007 年 3 月 9 日的有关数据，四大上市国有银行的境外投资者实现账面利润超过 3000 亿港元。

最大化的内在冲动一直十分强烈，只不过在国家金融控制较为严格的场合，这种利益冲动的释放空间相对有限。即便如此，国有银行还是会想方设法“把钱借给其他非银行金融机构，或银行与企业联营投资，或通过‘内部往来’账户把钱借给附属公司投资证券，或搞账外资金拆借，或直接进行实业投资（如盖大楼）等等”；早在1995年末，四大国有银行的账外贷款余额就达2000多亿元（谢平，1996，p.37）。可以想象，在随后逐步推进的市场化改革进程中，随着国有银行所获信贷自主权的与日俱增，其利益冲动的释放条件变得比以往更为宽松。在这种情况下，国有银行一定会从迅速增加的账面利润中谋求更大的利益份额，用以满足其效用最大化需求。尽管我们一时难以准确估算这一份额的具体数值，但仍可从国有银行的工资以及福利成本等角度窥探其实际规模的大小¹⁰。

或许有人认为，国有银行以及“其它出资人”追求短期红利最大化的行为可以通过实施更为严格的会计规则和外部监管来加以抑制¹¹。可是，国有银行的短期逐利行为在理论上似乎与会计规则的松紧无关，更何况其大多数旨在追逐当前红利的金融行为本身也并不显著违反现行的会计规则。正如我们已知的那样，问题的要害其实在于，在国有银行的短期收益与国家的长期收益之间存在某种“间隙”¹²，而国家提供的无形资本又是导致此种情形的主要因素。显然，实施严格的会计规则无疑会规范国有银行的信贷行为并增进其运作的实际绩效，但这种绩效的获取需要首先建立在消除了上述收益“间隙”的新的制度基础之上。从理论上讲，消除收益“间隙”最为直截了当的方式是将未来收益或者损失嵌入国有银行以及“其它出资人”的收益函数之中，这将意味着国家因素的大步后撤以及与之相伴随的“无形资本”的赎回。而依据前文的相关讨论，由于牵涉到许多深层次的利益权衡，“无形资本”的赎回过程必将被当事人之间千丝万缕的矛盾冲突纠缠得几近无解。因此，更为现实甚或无奈的情形是，一方面，国家以及监管当局会反复强调国有银行遵守更为严格的会计规则的重要性，另一方面国有银行以及“其它出资人”仍然通过收益“间隙”牟取可观的短期红利。无论如何，若基于现有的制度基础，试图让国有银行体系通过自身努力来“保全”国有银行的未来净值，虽然不能说是“以狼牧羊”，但至少在理论上是不合逻辑的。

四、市场化路径的选择困局

2004年初，摆在国有银行体系面前的市场化路径其实有两条，一条是“经典”的市场化路径（即市场化路径Ⅰ），另一条是国家控制下的市场化路径（即市场化路径Ⅱ）。选择市场化路径Ⅰ意味着国家对无形资本的完全赎回，国有银行的风险责任随之被“内置”，在这

¹⁰ Anderson(2005)认为，国有银行的工资成本非常高（p.90）。邹至庄援引中国财政部副部长李春正2001年5月2日在美国普林斯顿大学演讲中的部分内容，认为，“作为商业银行的持股人，中国政府有权获得商业银行未发放的股息，而且，如果政府不从银行的总收入中取出股息，银行将会挥霍这些钱，向员工支付高额工资”（Chow,2002,p.229）。

¹¹ 实际上，国家也一直是这样做的，比如监管当局反复要求，获得注资的国有银行在新的资本金注入之后，要实行更加严格的外部监管和考核，确保新注入资本金的安全并获得合理回报。温家宝总理在2004年3月14日的“两会”记者招待会上郑重强调，已获注资的“两个银行必须对国家的注资实行保全，也就是保值增值，同时要担负起降低不良资产的责任”（李利明、曾人雄，2007，p.211、216）。

¹² 有关收益“间隙”的详细讨论可参见Roland(2000,p.276)。

种情况下, 国有银行资产扩张所获收益等价于Dewatripoint-Maskin模型¹³意义上的好项目收益 B_g 。如果国有银行在期初选择坏项目, 则国家或者监管当局会在期末选择清算, 从而使得国有银行的期末收益 $B_p \leq 0$ 。因此, 从长期看, 选择市场化路径 I 会为国有银行体系确立严格的会计规则和市场约束以及与此紧密相关的可置信威胁。可是问题在于, 基于前文的讨论, 由于国家赎回无形资本的改革行动最终无功而返, 因此, 我们实际选择的国有银行改革道路是市场化路径 II。

不用强调, 在无形资产存在的场合, 国有银行以及“其它出资人”偏好于获取短期红利, 而根据已有的分析, 国有银行为了追求最大短期红利, 通常不会用心筛选项目, 因此, 这里的短期红利也就相当于 Dewatripoint-Maskin 模型意义上的坏项目收益 B_p , 且 $B_p > B_g$ 。

饶有意味的是, 对于国有银行来说, B_p 只是一种可能的潜在收益, 要将它转化为现实收益, 需要具备一个重要条件, 那就是国家或者监管当局对坏项目的“姑息”甚或救助。只有在国家选择救助的情况下, 国有银行以及“其它出资人”才会得到现实的坏项目收益 B_p , 当然国家也不会“空手而归”, 它将得到期末收益 R_p 。

毫无疑问, 对于国有银行以及“其它出资人”短期红利的可得性而言, 国家有关国有银行改革路径选择的政策态度显得至关重要。从理论上讲, 这种态度又进一步取决于两个因素, 一个因素是国家对国有银行期末净值的判断和估价, 另一个因素则是国家选择清算国有银行可能得到的当前收益(或者代价)的大小。不妨假定国家对国有银行的初始投资为 1 个货币单位, 则国有银行的期末净值为 $R_p - 1$, 同时假定国家的清算收益为 C , 这样, 国家最终选择救助的条件就由下式给出:

$$R_p - 1 > C \quad (1)$$

基于前述, 由于国家在提供大量有形资本的同时并未赎回原有的无形资产, 结果在国有银行形成了“双重资本”格局, 这种格局意味着国家在国有银行账面上拥有巨额的沉淀成本¹⁴。这种成本一方面强化了国家对国有银行期末净值 $R_p - 1$ 的期待, 另一方面也增加了清算国有银行的顾虑与难度。上述情形显然会使国家对于国有银行的政策选择倾向于“姑息”而不是清算, 国有银行以及“其它出资人”对此自然“心知肚明”。它们十分清楚, 如果不等式(1)成立, 则不论国有银行自身的经营绩效有多糟糕, 等待它们的一定不是国家的清算行动, 而是更进一步的财务支持。国家总是期望以更多的期末收益来挣回或者抵补期初投入

¹³ Dewatripoint-Maskin模型的最初描述可参见Dewatripoint and Maskin(1989)。

¹⁴ Dewatripoint and Maskin(1989)曾经在诠释软预算约束机制时提出过一个十分重要的见解, 他们认为, 当事人之所以具有软预算约束, 是因为对投资者而言, 所有对企业的前期投资都已成为沉淀成本, 在这种情况下, 把当事人解救出来而不是清算其经济活动, 就成为事后的最优选择。

的“沉淀成本”，因此就会不断地向国有银行体系提供各种金融便利，以使国有银行的“代理人”能够善待那些已经沦为“人质”的前期投入并最终顺利“解套”。结果则注定是一厢情愿的，国家的后续财务支持和救助允诺实际上等于为国有银行以及“其它出资人”追求短期红利的过程持续提供着稳定的资金来源和制度保障。而且，国有银行以及“其它出资人”瓜分的短期红利越多，国家的清算收益 C 就会越小，也就越是渴望期末收益，从而就越是选择救助策略。当然，国家越是提供救助，国有银行以及“其它出资人”获取短期红利的机会就会越多，由此形成一个恶性循环。最终，正是国家对未来净值 $R_p - 1$ 的不懈追求不断成就着国有银行以及“其它出资人”对短期红利 B_p 的获取。

不仅如此，如果考虑到其它一些因素，国家对期末收益的估价以及国有银行体系获取短期红利的空间还会被进一步放大。笔者曾在“市场化悖论”模型中给出了一个系数 w ，用来表示“市场化”金融企业与宏观经济的关联程度（张杰，2007）。这里，我们不妨以此表示国有银行市场化改革绩效与宏观经济的相关程度或者敏感度¹⁵。很显然，若考虑 w ，则国

家的期末收益将由原来的 R_p 修正为 $\frac{R_p}{1-w}$ 。由于 $w > 0$ ，则有：

$$\frac{R_p}{1-w} > R_p \quad (2)$$

不等式（2）中的 $\frac{1}{1-w}$ 实际上是一个乘数，如果提高 w ，乘数将随之增大，国家所期望的期末收益就会越大。若以 η 表示国家针对国有银行所采取政策（清算或者救助）的收益分布，则国家的收益函数为：

$$\Pi(\eta) = \eta C + (1-\eta)\left(\frac{R_p}{1-w} - 1\right) \quad (3)$$

对 η 求导，可得：

$$\frac{\partial \Pi(\eta)}{\partial \eta} = C - \left(\frac{R_p}{1-w} - 1\right) \quad (4)$$

无疑地， $\frac{R_p}{1-w} - 1 > C$ 是国家选择对国有银行进行事后救助的基本条件。依据等式（4），

若给定 C ，则随着 w 的提高，国有银行以及“其它出资人”追求短期红利的环境将比以前更加宽松。由此不难推测，处于市场化路径 II 中的国有银行体系一定具有提高 w 的强烈偏好。

国有银行体系凭借什么提高 w 或者将其保持在某个高位呢？从总体上讲，大致存在两

¹⁵ 换一角度看， w 其实刻画的是国有银行行为的巨大外部性。

种方式,即负债方式和资产方式。就负债方式而言,国有银行的理性选择是尽可能多地吸收和保有居民存款。道理很简单,基于笔者给出的国有银行资本金等式¹⁶,国有银行的资本结构主要由居民存款与国家声誉(即无形资产)两大要素联合搭建而成,而且,这两大要素经过经济改革过程的长期组结和磨合,已经形成“你中有我,我中有你”的刚性依赖关系。从某种意义上讲,居民部门在利息回报很低(甚至为负)的情况下之所以将节余现金的大部分义无反顾地存入国有银行的账户,主要是在那里有国家声誉提供着隐性担保。反过来看,国家给无形资产“分配”的主要任务就是为了给居民存款提供稳定的安全预期。不难想象,居民存款实际上具有极大的外部效应,或者说,居民存款从国有银行账面上的“退出”会迅速释放出大量的流动性风险。正因如此,国家对于居民存款的动向一定十分敏感,从而时刻将其视为影响宏观经济稳定的重要变量纳入其效用函数。在这种情况下,保有居民存款就意味着持有无形资产,居民存款因此也就成为国有银行“拴住”国家声誉并让其在市场化进程中继续提供隐性担保的重要“筹码”。由此我们可以进一步理解,为什么已然步入市场化路径的国有银行仍然热衷于追求存款的迅速增长,原来它们从一开始就发觉了存款扩张所具有的提升 w 的显著效果。

就资产方式而言,继续保持与国有经济特别是国有企业的广泛信贷联系是国有银行体系旨在提高 w 的另一理性选择。基于经济改革中国有经济的特殊制度背景,国有企业在国有银行的贷款越多,国家就越是“善待”国有银行。而且,在某种意义上,国有企业欠国有银行的账越多,国家针对国有银行的某些“动真格”性质的改革就越是“投鼠忌器”。这样,面对市场化改革,在国有企业和国有银行之间原本围绕债权债务关系而存在的利益冲突就会转化为一定范围的共同利益,而这种共同利益又是以国家对期末净值的追求作为纽带的。有意思的是,作为“双重出资人”,国家在国有企业和国有银行都有具体利益,而这两种利益在很多情况下是不一致的。这种状况使得国家在市场化改革过程中需要进行痛苦的利益权衡,由此给国有企业和国有银行留下了追求各自利益的巨大空间。仅从理论上讲,每当遇到可能伤及双方共同利益的改革举措时,它们就有足够大的激励采取集体行动;表面看似“伤筋动骨”的改革行动往往掩藏着相互之间的“默契”甚至“合谋”。结果,随着市场化改革的加速推进,国有经济与国有银行之间的金融联系不但没有松弛,反而变得更加紧密。

就这样,事先未曾预料到的事情还是合乎逻辑地发生了。最初意在寻求市场化前途而精心设计并着力推行的国有银行改革,实际上变形为对国有银行体系原有资产负债结构的“复制”和放大¹⁷。起初显得何等波澜壮阔的国有银行市场化改革,如今似乎已经逐步沦为一个被人们竞相追捧和炒作的时髦概念。无形资产赎回行动的失败,使得国家一时难以放弃金融控制;在国家不得不继续进行金融控制的前提下,国有银行体系不可能真正重建走出原有资产负债结构的内在激励。而国有银行体系对原有结构的“复制”和放大,又不断地通过增大其行为的外部性而“内生”着国家的金融控制需求。

¹⁶ 更为详细的描述可参见张杰(2003a)。

¹⁷ 笔者在以往的研究中曾经论证过,相对于一般商业银行,国有银行体系具有更大的存款动员和信贷提供能力(张杰,1998, pp.246-257; 2003b, pp.185-200)。这一命题在本文的逻辑中得到了更为深刻的诠释。

说得更明确一点，在无形资本一时难以退出的场合，国有银行市场化将与国家的金融控制相伴而行，而国家的金融控制又会进一步激励国有银行的所谓“市场化”。重要的是，国家的金融控制很快转化为单方面的风险承担，而国有银行的市场化则随即蜕变为对账面利润的瓜分。因此，越是快速的市场化，外部化的风险就越多，就越是需要金融控制，而金融控制越是坚决和持续，风险的外部化程度便越高，市场化的激励也就越大。市场化与金融控制的此种胶着状态，最终将使中国的国有银行改革深陷两难困局。

五、结论性评论

近十余年来，一些经济学家对于市场化改革绩效的确定性愈来愈表示怀疑，认为在政府未能有效退出的条件下，单方面的价格自由化以及企业自主权的扩大将使经济中的软预算约束问题更加严重（Qian, 1994; Roland, 2000, p. 212），本文的讨论则为以上理论质疑的合理性提供了一个相当有力的中国例证。基于本文的考察，我们至少已经开始认识到，国家控制之下的市场化改革并非如人们起初所设想和期望的那样，会单调地将国有银行体系引向稳健经营的理想彼岸，它还极有可能进一步扭曲既有的金融结构，以及恶化金融资源配置效率。市场化自然是中国金融体制改革题中应有之义，但市场化之于国有银行效率的增进并非没有条件。正是由于缺乏这些条件，这场经过长期准备和周密策划的市场化改革行动，最终似乎并未将国有银行体系成功交给市场，而是推到了政府与市场的“中间地带”。在那里，至少从理论上讲，正在经历“脱胎换骨”的国有银行体系不一定比在国家手中更安全和更有效率。

本文的一个贡献是初步揭示了，在国有银行体系改革过程中，作为策动者的国家是如何被一步步牵入试图兼顾金融控制 and 市场化双重目标的两难困局的。诚如我们已在有关“市场化悖论”问题的讨论中所察觉的那样，深陷此种困局之中的国有银行改革，由于凸显的是国家与国有银行代理人以及国（内）外所谓“战略投资者”之间错综复杂的利益博弈关系，因此改革的成败不仅取决于国家是否能够及时甄别和有效控制其它两个“当事人”意在向“初始出资人”转移风险的利益合谋，还取决于国家能否避免相关治理举措对其市场化激励机制的损害（张杰，2007）。显然，这场“如履薄冰”般的改革游戏，考验的不单是有关当事人的智慧和策略，还有已经习惯了自上而下程序的决策者有效掌控市场化改革进程的能力边界。不论对于中国还是世界，上述情形既是千载难逢的理论难题，更是前所未有的政策挑战。

有意思的是，人们有关国有银行改革效果的判断会因所选时间坐标及其视角的不同而存在不小差异。若着眼于短期视角，中国的国有银行体系正在向既定的市场化改革目标快速迈进，特别是已经成为上市公司的四大国有银行，其主要监管指标的账面表现持续改善，决策层和银行管理层的改革信心因此与日俱增。似乎是受到此种情形的鼓舞，其它国有银行的市场化步伐显著提速，而更多国有金融机构的改革日程则紧随其后。可是，从长期看，正在如火如荼推进的国有银行市场化改革则包含着巨大的风险溢出，依然代替国有银行承担巨大社会责任的国家就不得不继续充当最后救助人的角色。国有银行的市场化改革总有国家相伴而行，这种情形通过给有关当事人营造宽松的套利空间而逐步改变着市场化改革的激励机制和

改革本身的逻辑。我们有理由推测,国有银行体系实际上仍在一个决定其未来命运的岔路口徘徊,此处的每一个细小选择如若“差之毫厘”,则未来的改革路径将会“失之千里”。因此,着眼于短期视角所看到的国有银行市场化改革绩效,显然在许多情况下是一种极具迷惑色彩且遮蔽着诸多不可预知风险的市场化“幻觉”。由此就不难理解,为什么有时人们总是觉得国有银行市场化改革目标的实现“近在咫尺”,几乎伸手可触,而在另外一些时候,却又发觉真正的市场化改革目标依然“远在天涯”,可望而不可及!?

这是否就意味着中国国有银行的市场化改革已经进入一个“死胡同”而别无选择了呢?回答显然是否定的。不过,若循着本文讨论的逻辑,要让国有银行的市场化改革走出两难困局,其要害并不在于通过人为方式追求资本充足率的短期提升和不良贷款率的快速下降,而在于重建国有银行市场化的基本条件。具体来说,需要着眼于以下两个方面,一是减少居民存款对于无形资本的依赖,二是降低国有银行体系针对国有经济的信贷比例。如果这两个方面的努力取得成效,则会有效修正和扭转国有银行体系“复制”和放大原有资产负债结构的机制与逻辑,或者至少会使已经十分紧绷的改革环境变得相对宽松起来。

对于第一个方面,构建无形资本的替代性制度安排(如建立存款保险制度)和推进居民金融资产多样化已经刻不容缓。特别是,考虑到居民持有的国有银行存单对市场风险的高度敏感性,作为一种必要的过渡安排,应当尽快推出一些能够充分替代国有银行存单的无风险金融产品(如短期国库券等)。在现实改革过程中,实际发生的则是风险资产替代的情形(如取出存款购买股票和基金等)。在中国特有的金融制度变迁背景下,居民金融资产的多样化过程不可能一步到位,而是需要在国有银行存单之外,先让他们熟悉另一种无风险产品,以实现无风险资产的多样化并引导其市场理性,最后逐步过渡到持有风险资产。就第二方面来说,逐步削减国家直接控制的国有企业的数量当为题中应有之义。我们曾经论证过,中国国有银行的问题在很大程度上源自作为其主要服务对象的国有经济的高比例,因此,正确的改革方式是借助国有企业的进一步市场化改革降低经济的国有化成分,由此疏离国家与经济部门之间过于紧密的金融联系(张杰,2004)。在上述改革有了明显进展之后,国有银行就有激励积极寻求与已经市场化了的企业建立信贷关系,从而逐步脱离前述的“中间地带”;国家也会感到其无形资本所承载的社会责任有所减轻。从长期看,这应当是中国国有银行市场化改革真正的逻辑起点。最后需要强调的是,针对以上两个方面的改革过程都将十分缓慢,有时还会有反复,因此需要决策层和有关当事人拿出足够的耐心,切忌操之过急。

参考文献

1. 李利明、曾人雄:《1979—2006:中国金融大变革》,世纪出版集团、上海人民出版社,2007年版。
2. 谢平:《中国金融制度的选择》,上海远东出版社,1996年版。
3. 薛长青、李凌、毛学麟:《大行炼金术:国际资本巨头在中国银行业的赚钱模式》,《新

财富》2007年第4期。

4. 张杰：《中国金融制度的结构与变迁》，山西经济出版社1998年版。
5. 张杰：《中国国有银行的资本金谜团》，《经济研究》2003年第1期。
6. 张杰：《经济变迁中的金融中介与国有银行》，中国人民大学出版社，2003年版。
7. 张杰：《注资与国有银行改革：一个金融政治经济学的视角》，《经济研究》2004年第6期。
8. 张杰：《中国金融改革的“市场化悖论”：基于海南案例的分析》，《金融研究》2007年第8期。
9. 《中国金融年鉴》（历年），中国金融出版社。
10. 中国人民银行，《中国人民银行统计季报》（历年）。
11. 中国人民银行研究生部课题组：《2006年度中国最大的50家商业银行排名》，《中国金融》2007年第20期。
12. Anderson, Jonathan, 2005: *How to Think About China*. UBS.
13. Akerlof, George A. and Romer, Paul M., 1993: *Looting: The Economic Underworld of Bankruptcy for Profit*, Brookings Paper on Economic Activities.
14. Chow, Gregory C., 2002: *China's Economic Transformation*. Blackwell Publishers.
15. Dewatripont, M. and Maskin, E., 1989: *Credit and Efficiency in Centralized and Decentralized Economies*, Mimeograph, Harvard University, Aug.
16. Qian, Y., 1994: *A Theory of Shortage in Socialist Economies Based on the Soft Budget Constraint*. American Economic Review, 84: 145-156.
17. Roland, Gerard, 2000: *Transition and Economics*. MIT Press.
18. Tobin, James with Golub, Stephen S., 1998: *Money, Credit, and Capital*, Irwin/McGraw-Hill Companies.