

银监会：金融机构控股银行须过六道关

今后，境内金融机构欲控股商业银行、农村合作银行，将首先满足六大条件。在银监会近日发布的《银行控股股东监管办法（征求意见稿）》（以下简称《办法》）中，银监会对此做出特别强调。《办法》显示，境内金融机构取得银行控制权，应保证合规和审慎监管指标符合相关监管要求；财务状况良好，最近3个会计年度连续盈利；公司治理良好，内部控制健全，风险管理有效；用于取得控制权的资金为自有资金且来源真实合法；最近3年内未发生重大案件和重大违法违规行为；还要具备银监会规定的其他审慎性条件。另外，证券监管机构、保险监管机构依法监管的金融机构取得银行控制权，除应当符合上述规定外，还应当符合证券监管机构、保险监管机构的有关规定。业内人士普遍认为，在国内金融机构全力打造金融控股集团的背景下，银行成为金融集团中最为突出的组成部分，因此设立上述条件成为当务之急。《办法》同时对境内非金融机构及境外金融机构取得相应银行控制权也做出具体规定。其中，除上述规定外，境内非金融机构还要满足年终分配后，净资产达到全部资产总额的30%以上（合并会计报表口径）；境外金融机构要保证其所在国家（地区）金融机构监督管理制度完善。

（安邦研究简报，2008/03/29）

商业银行设立基金公司即将破题

中国银监会业务创新监管协作部银证保业务协作监管岗负责人蔡敏男28日在出席“中国基金业发展高峰论坛”时透露，银监会正在考虑结束以试点形式开展的商业银行投资设立基金管理公司的工作，将在总结试点经验的基础上，在进一步完善制度建设后出台管理办法，将商业银行投资设立基金公司，纳入监管部门正常的依法审批框架。而这意味着，商业银行投资设立基金公司有望在不久后全面推开。据了解，继2005年首批银行系基金公司获批后，人民银行、银监会和证监会本着“积极稳妥、有序推进”的原则，进一步扩大商业银行投资设立基金管理公司试点范围，确定中国银行、中国农业银行、招商银行、上海浦东发展银行和民生银行作为第二批试点银行。据透露，截至目前，除招商银行正在等待监管部门的批复外，其他银行投资设立的基金公司均已正式成立并开始运营。蔡敏男表示，商业银行投资设立基金公司将有利于商业银行的创新和综合经营的开展；优化商业银行资产结构、拓宽收入来源；提高其赢利能力及综合竞争力。此外，还有利于促进资本市场长期稳定健康发展，有利于提高直接融资比重，促进直接融资与间接融资协调发展。

（安邦研究简报，2008/03/31）

中行报告：应尽快出台政策抑制通胀预期

中行全球金融市场部27日发布报告指出，根据他们的观察，目前物价预期指数趋势不但没有大幅回落，反而明显增长，反映出通货膨胀预期正在增长。在此背景下，包括加息在内的抑制通货膨胀预期的政策应该尽快出台。报告认为，3月初以来，农产品价格呈现持续下降的态势，但如果把季节性因素剔除后，食品类CPI环比自2006年底开始的上升趋势仍然未改。从非食品价格来看，由于上游产品价格的高企，上游产品价格向下游产品价格传导压力正在加剧。因此他们预计，整体来看，2008年3月CPI同比增长幅度为8%-8.4%，估计2008年第一季度CPI平均同比增幅为8.1%，第二季度CPI平均同比增幅为8.5%。报告指出，本轮通货膨胀仍然主要由货币增长过快引发，并受到供给冲击推动。如果央行使用

数量型调控方法，由于贷款资产的风险调整后收益仍然明显高于中长期债券收益率，商业银行仍然会将资金优先配置在贷款资产上，债券收益率将会上升，而央行对于信贷增长调控也将面临很强压力。如果央行使用价格型调控方法，明显提高中长期债券收益率得或许可以减轻商业银行的放贷冲动。而提高中长期债券收益率的有效办法则是提高加息预期或是发行中长期的央行票据。

（上海证券报，2008/03/28）

银行业：中国银行业面临的挑战与转型趋势

巴曙松 国务院发展研究中心金融研究所

近期中国资本市场上大幅调整，银行板块是受到冲击最大的板块之一，这实际上凸现出市场对于当前宏观经济条件下经营状况的担忧。这些担忧中，可能有不少盲目的成分，例如在中国的银行业直接受到次按危机影响的程度十分轻微的情况下依然夸大次按的影响；但是，确实有一些从制度层面、从经济金融结构层面需要关注的隐忧，值得进行深入分析。

毋庸置疑，近年来，中国的银行业改革的成绩有目共睹，从技术上濒临破产到成为业绩快速成长的上市公司，国内银行业在经营绩效、服务水平和公司治理方面与国际先进银行的差距在不断缩小，但是，在新的市场环境下，也面临着许多新的课题，客观上对银行业进行业务的转型提出了全面的挑战。

一、融资结构转型启动，传统的利差依赖型业务模式面临挑战

中国正在进入一个融资结构快速调整和直接融资规模快速扩张的时期。资本市场发展不太完善、直接融资比例较低的时期，银行充当资金需求和供给的主要融资桥梁，但随着资本市场的发展，企业可以通过上市，发行债券等方式进行直接融资，这样一来，一定程度上导致了“脱媒”现象的发生。从国际经验来看，在资本市场快速发展和直接融资扩张的时期，往往也是银行业转型压力较大的时期，美国在 20 世纪 80 年代所经历的脱媒时期，银行业不良资产比例明显上升，银行经营失败的案例明显增多，其间有许多值得我们反思的地方。

对于传统的依赖存贷汇业务模式的商业银行来说，脱媒带来的挑战可以说是全方位的，从资产负债表看同时表现在资产方与负债方。资产方面：股票、企业债、短期融资券等作为银行贷款的替代产品，对于一部分优质客户在融资成本方面具有一定的优势，分流了一部分的银行优质贷款。更严重的是，能够上市、发债的企业是经过层层审核，资产质量较好的企业，这类优质大客户的流失迫使银行提高对相对陌生的中小企业的贷款比例，信贷风险加大，实际上现代意义上的风险管理体系正是在脱媒的压力下才建立的，在能够提供抵押担保、公开评级等的大型企业开展业务时，商业银行基本上无需什么风险模型；负债方面：股票、基金、券商银行的理财产品等层出不穷，多样化的产品分流了相当大部分的银行储蓄资金。

目前，企业通过发行股票、企业债、短期融资券等直接融资的市场正处于起步阶段，发展空间较大。2007 年我国银行贷款为 3.6 万亿元左右，资本市场直接融资 6000 多亿。过去企业债的发展带有较重的计划经济色彩，需要经过层层审批，2007 年的全国金融工作会议对于这一问题部署了重要的改革举措，方向应当是根据市场化的要求降低企业债的审批门槛，提高审批效率。资本市场高效的融资效率和较高的估值吸引了大量企业再融资。大量的创投也开始涌现，创业板的即将推出为中小企业的融资提供了平台，OTC 市场也在跃跃欲试。发达的资本市场应该构建创业板、中小企板、主板多层次的资本市场，不同的企业都能找到合适的融资渠道。因此，预计今年直接融资规模不会低于往年，包括股票和债券的多种直接融资渠道在不长的时期内未来有可能与银行间接融资分庭抗礼。

当然，挑战与机遇并存。这种挑战迫使银行业亟需建立现代化的风险管理体系。由原来基于交易（transaction）的风险合规审查，向基于收益（return）、资产组合（portfolio）、风险（risk）的现代风险管理体系转变。

在当前的环境下，传统的商业银行对于原来不太熟悉的中小企业的风险定价缺乏经验。

依赖于单一的贷款抵押担保等评估体系，需要向基于偿还能力和现金流等的多元化风险评估体系转变。与此形成对照的另外一个问题，是商业银行盲目“堆大户”，把大量信贷堆积到少数客户中，其间的集中度风险是不容低估的。

对于商业银行的另外一个挑战，是随着直接融资的发展吸引更多的商业银行参与资本市场业务，开始涌现出一些大型的金融控股集团，如何有效利用和共享金融控股集团的客户基础、渠道、风险管理等平台，整合资源非常关键。而目前我们的金融控股集团基本上还停留于股权投资层面，风险监管依然存在不少真空，缺乏跨行业的监管部门，缺少合理的风评估方法。

前段时间，流动性过剩似乎成为最为流行的词汇，实际上这种流动性过剩总体格局下的分布是存在很大差异的，在局部市场、在局部的金融机构完全有可能出现短期的流动性不足。

2007 年末，不少银行遇到局部流动性短缺，年末不少银行需要大量介入资金才可能平账，这是多年在银行体系所没有出现过的。随着资本市场的波动，同业拆借利率波动加剧，7 天回购利率一度升至 10.12%，流动性的不足对各个银行的影响也是不对称的，小银行面对的约束相对要大很多，因为小银行参与资本市场的程度有限，往往表现为资金的净流出，失去一个很重要的资金来源。

当然，多元化的融资格局形成有利于原来集中在银行体系的风险的分散，过去仅仅是银行贷款承担大部分经济波动的风险，现在直接融资的发展使得投资者、企业、银行共同承担宏观经济波动和企业经营的风险。融资渠道的多样化对于分散风险、增强应对冲击的能力有积极的作用。

二、宏观经济周期波动带来压力测试的客观要求

众所周知，宏观经济的波动是市场固有的特性。没有只涨不跌的市场，同样，没有一味扩张而永不调整的经济。

由于银行贷款亲经济周期效应的存在，使得过去 5 年经济扩张时期发放的贷款并未经过整个经济周期的检验。银行业的经营业绩和效益波动与宏观经济周期波动有较大关联，经济扩张时一般贷款投放较多。中国经济已经连续 5 年超过 2 位数的增长，与此同时，信贷投放速度也快速增长，05、06、07 年我国各项贷款余额同比增长 12.7%、14.7%、16.4%，如果 2008 年还是按照 3.6 万亿的数字估算，到年末预期也将有近 16% 的增长，那么连续四年我国 50% 的贷款都是新发放的，再加上 04 年的数字的话，将有 60% 的贷款是在这一轮经济扩张时期发放。而这一轮银行信贷投放是没有经过完整经济周期检验的。从银行业过往的经营状况看，在经济上行的周期中，一部分企业的财务和经营管理问题，被充裕的信贷资金所掩盖，一旦经济回落才容易浮现出来，如果发放贷款的时候正赶上经济扩张时期，因此意味着这一轮银行贷款的投放是没有经过完整经济周期的检验。

当然，从目前中国银行业的发展状况看，也没有必要对银行业未来几年的盈利过于悲观。

在经济扩张时期，银行业的拨备提取更充足，风险评级也应更加严格。上市的股份制银行中，除深发展稍低%外，其他银行的拨备率都接近甚至超过 100%。这个指标不算太低。

另外，随着从紧货币政策的实施，银行贷款利率的谈判能力可能提高，净利差可能上升，盈利有可能提高。中国的中长期利率是一年一定，近年来中长期贷款占比的提高客观上加大了今年的利差收入。同时，当前中国企业大概有 1000 万户，而目前五大银行的公司贷款户不超过 10 万，还有很大的选择空间。

与经济周期对银行业相伴随的一个问题就是，商业银行开始需要学习压力测试，对未来可能出现的经济增长回落、汇率或者利率的调整、房价波动等约束条件，进行预警性的压力测试。

三、利率、汇率市场化考验银行定价能力

2004 年 10 月和 2005 年 7 月，对调控宏观经济最为重要的 2 个市场化杠杆——利率和

汇率进行了市场化改革，揭开了对商业银行独立的风险定价能力进行考验的大幕，原来习惯于简单照搬政府机关确定的利率和汇率的商业银行，开始要学习独立进行风险的定价，目前看，这个方面的进展十分有限。

如果简单进行评估，可以说，当前中国的银行业对利率、汇率的风险定价能力尚处于起步阶段。利率、汇率市场化改革意味着，原来所有汇率、利率的定价权由政府行使，现在定价权交给了银行自己，资金的成本综合考虑了占用的资本金、风险因素、竞争因素等——关键是看银行有没有定价能力，有没有应对市场变化的能力。从目前的经营状况评估。可以说从平均水平上国内银行到目前为止还缺乏这种能力，或者说这种能力的培育还处于起步阶段。

对于银行的自身经营来说，利率和汇率的波动带来的风险也是不容忽视的。一方面，银行进行风险管理和对冲的工具和外汇市场提供的创新渠道非常有限。银行替国家部分地承担了外汇风险，近期人民币升值速度加快，汇兑损失考验银行风险定价。另一方面，银行存款短期化、贷款长期化，“借短用长”形成存贷款期限错配（Maturity mismatch），存在潜在金融风险。另外，面对国际金融市场的开放，可能需要承担更大的风险，例如：部分中国的商业银行投资的美国 CDOs 处置的损失可能达到 80%-95%。

四、操作风险管理还刚刚起步

随着经济金融体系的发展和客户需求的升级、以及商业银行体系的日益复杂和多元化，现代商业银行正在面临不断增大的操作风险。

直接来看，操作风险源于现代商业银行对信息技术的依赖，这种依赖将会变得越来越多，随着银行 IT 架构、业务流程变得越来越复杂。同时，不少银行缺乏对于核心的业务系统的备份以及相应的应急测试。

同样值得关注的是，我国银行业信息承载能力从平均水平上仍比不上业务发展速度，很多银行的核心业务系统容量非常有限，高峰时段满负荷超负荷运行十分普遍。

在当前利差收入较高、业务扩张空间较大的背景下，中国的银行业正在迎来新一轮分支机构扩张的浪潮，如何有效管理不断扩张的分支机构，成为客观上的一个新挑战。这种扩张既包括国内分支机构、也包括海外并购和海外设立分置机构等。由于实行异地扩张战略，银行开设的网点、建立的分支机构越来越多，但对于如何有效管理和风险控制却显得进展有限。

（平安证券，2008/03/31）

中国经济最该警惕的是滞胀

马 宇 商务部研究院

改革开放以来，中国经济一路高速增长。除 1990 年前后和 1997 年后的很短时间外，中国政府都是在为经济过热担心，考虑的是如何控制经济增长速度。尤其是在全球经济低迷的时候，中国经济依然保持强劲势头，不能不让其他国家羡慕这幸福的烦恼。

中国经济的长期高速增长，根本动力来自于中国人的财富欲望和与之相匹配的财富创造力。有了这取之不尽、用之不竭的动力源，再加上中国广阔的市场和日渐开放、规范的制度环境，中国经济继续维持相当长一段时期的高速增长都是完全可以预期的。既然日本、韩国这样国内市场相对狭小、产业结构相对单调的国家都可以有 20 年左右的高速增长，中国的增长为什么不能持续更长时间呢？而这也越来越成为世界的共识。所谓 21 世纪是中国的世纪，不过是这种判断顺理成章的延伸而已。但与此同时，对于中国经济，不管是外部还是内部也一直存在种种质疑，这些质疑不仅仅包括增长的速度，还包括增长的质量；不仅仅包括增长的内涵，还包括增长的效益；不仅仅包括增长的眼前，还包括增长的未来。而这一切，自然与中国的制度建设、环境变化分不开，也与中国政府的战略取向和政策措施分不开。一

般说来，战略取向是没有多大歧义的，中国政府近年来提出的以人为本的科学发展观以及建立在此基础之上的可持续发展战略，甚至节能减排降耗环保等等目标要求，即使在国际上也是得到了广泛认可的。但是，对于中国经济的形势判断，以及应该采取何种措施，却存在着深刻分歧。

目前看来，中央政府最为担心的是两高，即高增长、高通胀。所以把 2008 年经济增长的预期目标定在了普遍认为明显偏低的 8% 的水平上，消费价格上涨也希望控制在 4.8% 以下。2007 年我国的 GDP 增长率为 11.4%，现在一下调低了 3.4 个百分点，并不意味着政府就真的认为只能达到 8%，而是为了防止经济由过快转向过热，表明一下中央政府的态度而已，这点有关政府官员也不讳言。而物价的 4.8%，也不意味着政府就是以为这是今年的“天花板”，而是要显示控制物价的决心：今年物价上涨不能超过去年！目前以及可以预见的今后相当一段时间内的中国经济政策，都将在这样的基础上制定出来。

假如我们认为“双高”是中国经济目前和今后的主要问题，那么宏观调控的措施或许没有太大问题。但是，有没有另外的可能？即在今后的某个时间，出现低增长、高通胀？笔者认为，这种可能性是有的，并且从目前情况分析，可能性还比较大。

先看经济增长。改革开放以来，我国经济经历了三个高速增长时期：1981 年到 1988 年，基本是两位数左右的增长；1989 年、1990 年则由于众所周知的原因一下降到 4% 左右，陷入低迷；1991 年后，受邓小平南方讲话的推动，改革开放进入新的时期，经济又进入 10% 以上增长的高速通道；但 1997 年亚洲金融危机后，我国经济再度跌落，回到 8% 左右；2001 年后开始新的增长周期，增长速度连年提高，直到 2007 年达到了 11.4%，为 1995 年后的最高值。那么，2008 年以及此后能够保持持续高速吗？

从前几个经济增长周期来看，上世纪 80 年代的高速增长维持了 7 年，1991 年后的经济增长也维持了 7 年，虽然导致增长周期中断的原因有偶然性，但也不能完全归结于非经济或外部因素。尤其是 1991 年后的那波经济增长，其结束实际上早在 1993 年后的那一轮完全采用计划手段的宏观调控中就已埋下了祸根，只是由于我们这个庞大经济体自身的发展惯性又维持了两三年，但速度已经逐步降低，到亚洲金融危机爆发，内忧外患使中国经济一下陷入低迷。相信很多人都还记得，1998 年为了达到 8% 的增长目标，政府动用了多少非常规手段！追加发行国债增加投资不说，还要求 9 月份才定的项目当年就必须完成投资总额的一半，以至于有些基础设施项目在冰天雪地中进行土方施工。而对外出口，居然要求先报关再出口，报关时间截止到 12 月 31 日 24 点。但即使如此，那些大小领导依然没有按照立下的“军令状”完成任务，当年增长只有 7.8%。

本轮经济增长已经持续了 6 年，还能高速多少年？目前来看，普遍预测走低。世界银行 1 月 8 日发布的报告还预测中国经济今年增长 10.8%，但旋即就在 2 月 4 日的报告中调低为 9.6%。国际货币基金组织预测在 10% 左右，摩根大通预测为 10.5%，雷曼兄弟也由 9.8% 调低为 9.5%，渣打银行则将对中国经济 2008、2009 年的增长率预测分别由 10.5%、9% 下调至 9%、8.2%。而国内的有关机构和专家也多半预测增长率降低，厦门大学和新加坡南洋理工大学 2 月 25 日共同发布的《中国宏观经济形势预测与分析》认为 2008 年经济增长为 9.93%，中国社科院 2007 年 12 月发布的报告认为 2008 年经济增长将有所回落，从其预测的 2007 年的 11.6% 降到 2008 年的接近 11%。可见，或许对于降多少还有分歧，但共识却是中国经济将走低。

再看物价。与对经济增长的预计相反，多半机构和专家都预测我国的物价上涨将加速或保持较高水平。厦门大学和新加坡南洋理工大学的模型分析预测 2008 年 CPI 指数将高达 5.42%，比上年高 0.62 个百分点。国家统计局虽然不愿做预测，但承认“面临较大物价上涨压力”。而 2008 年前两个月的 CPI 指数更令人不轻松：1 月 7.1%，2 月 8.7%，为 1996 年 5 月份以来的新高。这有雪灾等突发事件影响，也可能有货币供应增长的原因，但无疑

敲响了高通胀的警钟。

笔者担心的是，一旦低增长、高通胀并存，中国经济将遇到前所未有的危机。高增长低通胀当然好，如 2006 年以前；高增长、高通胀能对付，如 1993 年以后；甚至低增长低通胀也还可以忍受，如 1989、1990 年。但假如遇到低增长高通胀，或称滞胀，则会引发一系列经济乃至社会问题。根据目前我国情况，经济增长在 7% 上下，物价上涨在 5% 左右，就可认为是低增长高通胀，很多问题就将难以应付。而 2008 年下半年以后，出现这种情况的可能性还很大。

笔者认为，我国经济，最可怕的是滞胀，最该警惕的是滞胀！为此计，有关的宏观调控目标和手段都有修正的必要。也就是说，宏观调控目标，不应以单纯压低经济增长率即防止过热为主要目的，同时也要注意防止过冷。因此从手段上来说，就应更多地选择市场手段而非行政手段。假如还像 1993 年后那轮宏观调控那样主要用行政手段控制信贷、投资，则可能重蹈以往管住了投资却也扭曲了市场因而憋死了经济的覆辙。考虑到国有投资和市场化投资的不同特点和效益水平，以及我国的发展方向，必须严加控制政府投资和国有投资，而放松市场化投资管制，这样一方面可以防止低效益甚至没有效益的过热，另一方面又保持了市场的活力，不至于随后陷入过冷，同时还借机推进了政府职能转变和市场化改革，可谓一举多得。而控制物价上涨水平，也不应一味利用行政手段压制物价，因为目前的物价上涨，也有相当成本推动因素，单靠压是压不住的，如果压崩了，行政手段失灵则可能演变为恶性通货膨胀，因而必须有堵有疏。一方面顺应市场，逐步释放上涨压力，不能把方便面之类商品都由中央政府实行价格管制；另一方面要加快垄断部门的改革、开放，引入竞争，从而降低重要基础性产品和服务的价格，以降低总体的物价水平。如此一来，方可能建立市场化的价格形成机制，为经济社会的持续稳定发展奠定基础。

同时应该强调的是，严控政府和国有投资，在防止非理性过热和降低物价上涨压力方面都有重要意义。虽然从统计上看来，国有投资在固定资产投资中的比重从 1995 年前后的 50% 以上降到了现在的 1/3 左右，但实际上股份制经济中也有相当部分是国有控股，因而国有投资在我国固定资产投资中仍占主导地位。而民营投资虽增长很快，但受到极大局限，包括市场准入方面的限制，短时期内难撑大局。外商投资则由于多方面原因难有大的突破，在固定资产投资中的比重由 1994 年的 17% 下降到了 2007 年的不到 5%。这种不合理的投资结构既会推动非理性过热，也会加重通胀压力，同时还是导致可能的滞胀的最大隐患。

眼前看来，或许滞胀的可能性并不大，但如假宏观调控之名继续扩张看得见的手，却又不能对政府行为和国有投资进行有效约束，则毫无疑问会增大滞胀的概率，给我国的经济社会发展带来难以想象的不良影响。

（中国经济时报 2008/03/31）

蒋定之：农村中小金融机构兼并重组将实行“三放宽”

中国银监会副主席蒋定之近日在年会的书面发言中透露，银监会今年将研究制定有关农村中小金融机构兼并重组的指导意见，在准入政策上实现“三放宽”，以促进解决落后地区机构包袱沉重、管理机制落后，竞争能力低下，对三农支持不够的问题。所谓三放宽是指：投资比例限制、投资地域放宽和风险融资渠道的放宽。上述政策出台后，银行业金融机构、非银行业金融机构兼并、收购和战略投资农村中小金融机构将进一步突破现有规定的限制。蒋定之在发言中指出，银监会今后将在三个方面推进农村金融改革：一是以稳定县域为基础，稳步推进省联社的改革；二是以产权改造为核心，稳步推进股份制进程；三是以政策扶植为激励，稳步推进经营机制的转换。

（安邦研究简报，2008/04/21）

重现新兴市场金融危机只是时间早晚问题

在美国次贷危机发生之后，我们不断看到美联储开着直升机撒钱，不过同时吊诡的是，我们也不断看到国际大型金融机构的巨额资产减记和信用收缩的消息。这里存在的一个疑问是：美联储撒下来的大把资金都跑到哪里去了？信用收缩的环境下，原先的全球流动性过剩环境已经改变了吗？

如果对比次贷危机发生前的利率环境，我们可以看到在美联储连续降息之后，美国的利率已经跌至 2.25% 的水平，相比去年 8 月，利率大跌 3 个百分点。因此，至少从利率角度来看，我们可以认为全球流动性过剩依然如故。另外从欧元区的货币供应增长速度我们也可以看到，虽然发生次贷危机导致金融市场信用收缩，不过欧元区的货币供应增长速度仍然惊人。据欧洲央行披露的数据，欧元区去年 11 月份广义货币供应量 M3 较 2006 年同期增长 12.3%，与 10 月份的增幅持平。更受关注的三个月移动平均增幅在 9—11 月期间达到了 11.9%，高于 8—10 月的 11.7%，并且远高于欧洲央行认为与维持物价稳定相符的 4.5% 的控制目标。今年 3 月 31 日公布的欧元区 2 月 M3 货币供应增速虽有所减缓，但仍有 11.3% 的年增速，与去年的三个月移动平均增幅相差无几。

根据国际货币基金组织披露的数据，尽管有降低美元储备言论的影响，去年第四季度全球美元储备的总量仍然高达 2.6 万亿美元，这个数字占到已知币种构成的外汇储备总额的 63.9%，稍稍高于上一季度的 63.8%。换言之，在主要储备货币上，美元保持与欧元几乎等等的增速，甚至更快。这也说明全球美元供应的增速与欧元一样保持了快速增长。

既然美元和欧元的供应都在大幅增长，全球那么多金融市场却在萎缩，西方金融机构的钱难道都趴在账上不动？显然不会，欧美市场遭遇问题的时候，新兴市场国家的币值正在快速上升，外汇储备剧增，显示全球资金正在大量“挤入”新兴市场。2007 年全球 FDI 流入创下 1.5 万亿美元的历史新高。新兴市场中，中国、香港、俄罗斯、巴西、新加坡、墨西哥分别达到 827、544、489、374、369、367 亿美元。特别是不为很多人所知的新兴国家债券市场，更是增速惊人。据 IMF 的数据，该市场普遍增长在 50% 以上。

新兴国家债券市场的快速增长，已经开始引起一些分析人士的担忧。据《独立报》报道，俄罗斯经济专家集团“独立分析中心”负责人叶夫谢·古尔维奇近日警告，再过两年，俄罗斯将会遭遇大规模的货币危机，比 1998 年的危机要严重得多。世界银行驻俄罗斯代表处首席经济学家热利科·博格季奇同意这种说法，他说：“震荡不可避免，只是时间问题。”古尔维奇则认为，2009 年俄罗斯就会发生货币危机。古尔维奇警告：“首先进口的增长及私人债务的不断增加导致两年后经常项目账户亏空，而且这个时候对俄罗斯来说最危险的不是石油价格的震荡，而是资金的外流。”他说，俄罗斯公司的美元外债每年增长 50%，而且已经超过年出口总额。最近 7 年来，外债对国内生产总值和出口额的比例已经增长了 2—3 倍。同时俄罗斯年实际进口额增长了 30%，而实际出口额却只增长了 7%。

另一个引起投资者高度关注的新兴国家债券市场是伊斯兰债券。根据穆迪的统计，包括亚太区在内的全球伊斯兰金融市场方兴未艾，在过去 3 年每年都有大约 15% 的增长。其中增长最快的伊斯兰债券，截至 2007 年其全球发行量已达到 973 亿美元。以马来西亚林吉特为单位的伊斯兰债券在 2007 年的发行总额就占到了 644 亿美元。

上述数据表明，西方发达国家正在重演当年疯狂借债给发展中国家的历史：当年疯狂借债给政府，现在疯狂借债给企业，如出一辙。未来可以预见的结果也很简单：如俄罗斯的古尔维奇所言，当外资开始疯狂撤资的时候，这些国家的货币将一落千丈，财富也将被席卷一空。

最终分析结论（Final Analysis Conclusion）：

我们应该警惕的是，大量的美元和欧元如今在发达国家金融市场低迷时，一定会在某个

地方制造着泡沫，未来出现金融危机只是时间早晚的问题。现在中国企业无论是前往设厂还是进行海外证券投资，都应该密切关注这一风险。（安邦研究简报，2008/04/09）