

香港傳真

中信泰富政治及經濟研究部
中國稅務雜誌社綜合研究組

No. 2006-5

2006年1月25日

砍樹救林：廣東化解金融危機“三步走”

劍橋大學發展學會主席 Peter Nolan

中信泰富政治及經濟研究部 王小強¹

亞洲金融危機爆發不久，1997年12月，中共中央調中國建設銀行行長王岐山到廣東省委任省委常委。一個月以後，王岐山當選為廣東省常務副省長。接著，廣東省委成立“化解金融危機五人領導小組”，任務是處理日益嚴重的支付危機，兩家旗艦公司首當其衝——廣東國際信託投資公司（廣國投）和粵海企業集團（粵海）。經過激烈的辯論，廣東省政府決定破產廣國投和重組粵海。這在國際媒體引

¹ 本文是“廣東金融危機課題組”的調研報告。Peter Nolan 初稿，王小強修改補充，2002年底完成。廣東省政府副秘書長董宏（現北京市政府副秘書長）多次詳細介紹情況，提供有關材料，精心安排課題組2000年10月到廣州調研，11月到北京調研，2001年4月到香港調研，2002年1月到廣州、恩平、汕頭、深圳調研。附錄的主要訪談名單，全是人們當時的身份。新加坡國立大學東亞研究所訪問學者崔之元（現清華大學教授）、周小莊參加前三次調研。

發軒然大波。國際債權人原本指望中國政府會像過去一樣，不管企業命運如何，全額償付所有外債。經過艱苦的談判，2000年10月，廣國投第三次債權人會議實現8500萬美元償債。2001年12月，在業界享有盛譽的《國際金融評論》授予粵海企業集團“亞洲最佳債務重組項目獎”。²鮮為人知的是，廣東省政府向中央銀行借款380億元人民幣，重組和關閉了近千家地方中小型非銀行金融機構。這是廣東省政府繼廣國投破產、粵海重組之後，化解金融危機的第三步。

2000年12月7日，香港媒體報道王岐山調回北京。這是一次昇遷，王岐山的級別從副部級昇為正部級。廣東省常務副省長的出色工作得到肯定，他成為國務院經濟體制改革辦公室主任——“主管經濟改革部門的部長”。³

亞洲金融風暴“過去”。圍繞廣國投破產和粵海重組的爭論，早不再是媒體和公眾關注的焦點。然而，與表面故事顯示的戲劇性效果相比，整個事件包含的重要意義，蘊含著更深層次的嚴峻挑戰，對當時以及對中國改革開放的未來，具有超出一般人們想像的警世作用。

直到今天，人們普遍認為，亞洲金融風暴不會對中國發生實質性影響，因為人民幣資本項目不可兌換，流入中國的外資是長期直接投資，而且中國的出口和外匯儲備形勢良好。根據我們2000年10月以來，對廣東省化解金融危機“三步走”的調查研究，亞洲金融風暴中，中國經濟和金融體系，遠比大多數人意識到的更為脆弱。亞洲金融風暴有可能通過香港，嚴重影響到香港的“後院”——廣東，並且向中國大陸腹地蔓延。

金融風暴通過兩個渠道對廣東形成衝擊。首先是從香港或通過香港湧入廣東的國際資本，特別是通過廣東各級國投和紅籌企業。另一

² *International Financial Review* 的授獎辭是，粵海重組“充分體現了廣東省政府所作出的重組要透明、公正的承諾，而這以往在中國絕無僅有。”

³ 《南華早報》2000年12月7日。

個表面上看似不相關的渠道，是從中國其他地區流入廣東的大量資金。兩股鉅大的資金流，為尋求遠遠高於一般市場的收益而來，高度集中在一個狹小地區——珠江三角洲。1997年，珠江三角洲是世界上最具有經濟活力的地區之一。從遭受金融風暴衝擊的潛在危險看，也是世界上最為脆弱的地區之一。亞洲金融風暴對香港的強烈衝擊，直接間接導致不僅負外債的香港紅籌、內地國投，而且負內債的城市信用社（城信社）、農村金融基金會（農金會）等各種地方中小型非銀行金融機構，大面積發生嚴重的支付危機。廣東省廣泛發生的支付危機，有可能向遍佈全國各地同樣負債纍纍、並且正在全面整頓的國投、城信社、農金會以及國有商業銀行更大面積地蔓延，從而危機到整個中國金融系統的安全和穩定。

一、複雜而嚴峻的挑戰

廣東是中國漸進改革的先鋒，成功的典範。亞洲金融風暴帶來空前強大的支付壓力，使廣東經濟的投機泡沫水落石出，暴露出大量日積月累、積重難返的深層次問題。這對“摸著石頭過河”的改革戰略，提出深刻挑戰。

（一）廣東經濟的脆弱性

20世紀80年代後期，以及90年代上半期，七千萬人口的廣東省，經濟增長速度高於任何發展中國家。15年時間，廣東省從低收入水平跨躍到中等收入水平。處於增長中心地位的珠江三角洲，2300萬人口，與臺灣或馬來西亞相當，當地居民的實際收入獲得突飛猛進的增長。超常規的高速增長，使廣東經濟高度依賴外資和出口，極易受到亞洲金融風暴衝擊。

80年代以來，香港以及東亞地區低附加值的出口加工工業，大規模向珠江三角洲轉移。廣東省與香港變成了“前店後廠”的關係。全國各地的外來民工，為當地出口加工工業的快速發展，提供了幾乎是無限供給的廉價勞動力。與此同時，廣東省、尤其是珠江三角洲，成為中國吸引外資最重要的地區。到1996年，廣東省實際利用外資累計870億美元，80%以上湧入珠江三角洲。這或許是世界上同等規模地區中，吸引外資最多的地方。表-1清楚地顯示，位於珠江三角洲的九個城市，引進外資和出口，在廣東省、乃至全國的重要地位。

表-1：2001年，珠江三角洲九城市與廣東省、中國的經濟指標比較

	GDP (億元人民幣)	固定資產投資 (億元人民幣)	出口 (億美元)	外商直接投資 (億美元)
中國	95933	36898	2662	468
廣東省	10556.47	3547.29	954.2	157.55
珠江三角洲九城市	8495.28	2527.24	908.62	138.43
九城市佔全國	8.86%	6.85%	34.13%	29.58%
九城市佔廣東	80.47%	71.24%	95.22%	87.86%

註：九城市為廣州、深圳、珠海、佛山、江門、中山、東莞、惠州（祇含惠城區、惠陽市、惠東縣和博羅縣）和肇慶（祇含端州區、鼎湖區、高要市和四會市）。

資料來源：〈珠三角神話〉，《深圳商報》2002年4月22日，第B2頁。

1997年，廣東省進出口相當於全省GDP的150%，其中出口相當於全省GDP的86%。⁴ 大量投資和生產訂單，直接來自或轉道香港。1996年，三資和“三來一補”企業出口佔廣東省外貿出口總額的78%，一般貿易祇有22%。換句話說，廣東省經濟86%的“出口依存度”，近80%靠的是外資企業和“三來一補”。而這，又在一個極大的程度上依賴香港。1996年，廣東省出口港澳佔廣東出口總額的86.4%，經由港澳的進口佔廣東進口總額的79.3%。⁵ 廣東省經濟高

⁴ 《中國統計年鑒1998》第62、635頁。

⁵ 王小強執筆：〈港粵經濟形勢和發展戰略方向〉，粵海金融控股研究部：《香港聯繫匯率保衛戰》，香港青文書屋1999，第314頁。

度外向，投資和生產的絕大部分直接依賴香港。亞洲金融風暴，香港金融危機，廣東省注定沒有好日子過。

在依賴外資和出口的高速增長基礎上，80年代中期以後，隨著中國金融體制改革日益展開，兩股“熱錢”湧入廣東。一部分湧入廣東的資金來自國際金融市場。廣國投和粵海在境外多次發債大量借錢。廣東省各級政府40多家國投、香港上市的紅籌和上千家“窗口公司”，通過各種渠道從國際商業銀行借錢。至90年代末，廣東省官方登記的借款總額高達180億美元。但是，官方的統計數據沒有包括不按規定向國家外匯管理局登記的大量借款，也沒有包括廣東省在香港的紅籌企業和其他“窗口公司”不需要向國家外匯管理局登記的大量負債。可以肯定，廣東省企業和機構海外債務的真實規模，遠遠大於官方記錄的數字。更糟糕的是，不到企業破產，這些借新債還舊債的真實債務規模，永遠無從確切知曉。

另一部分是來自中國其他地區的“熱錢”。由於正規銀行系統在利率及貸款方面受到政府較為嚴格的管制，各地有大量資金，在銀行系統以外尋求高額回報。廣東省各地國投以及全國各省市的國投，積極到廣東投資——投機。廣東省得金融改革風氣之先，不僅有緊隨中國國際信託投資公司（中信）之後的廣國投，而且各種地方國投、城信社、農金會等非銀行金融機構，雨後春筍一般蓬勃發展。她們利用廣東高速發展的鮮活歷史編造五花八門的神話故事，在全國各地向存款人許諾投資廣東的高額回報。廣東省官方估計，上千億元人民幣資金，通過各種地方非銀行金融機構湧入廣東。⁶

值得深入探討的是，國際、國內兩股表面上看起來不相干的“熱錢”，勢必存在複雜的潛層聯繫。從走私鴉片開始，廣東從來是中國

⁶ 根據本報告“砍樹救林的成功”一節的分析，廣東省僅城信社和農金會的債務，至少一千多億元。如果加上廣東省各地國投、國有銀行分支機構以及農村信用社的各種集資債務，總規模應當在兩千億，甚至超過兩千億元。

現代化歷史進程中，最早改革開放的地區。東南亞三千萬海外華人，大多數從廣東走向世界。1976年，中國改革開放伊始，費正清提出“海上中國”的概念：“今天，廣東又一次主導著中國的對外貿易。海上中國已成熟，它包括英國殖民地香港、新加坡共和國、臺灣和數以萬計的在吉隆坡、檳榔嶼、曼谷、馬尼拉、科隆坡和其他地區的華裔。”⁷ 費正清的敏銳，有助於我們更貼切理解，在出口加工工業領域，大量親戚、老鄉，以及這些關係的延伸，使廣東與香港（包括臺灣、新加坡），在一個很短的時間，編織起“前店後廠”的網絡聯繫。

同樣道理，中國金融的對外開放，特別是在廣東省，首先甚至主要也是在這樣的關係網絡自然展開。國際、國內兩股“熱錢”，決非教科書式的簡單交易，而是在物流、人流、資金流的特定渠道和信用網絡，相輔相成，相得益彰。不難想像，擁有優良信譽的外商介入，足以提高投資項目和集資故事的可信程度。譬如，恩平以故事集資聞名全國。在幾乎沒有什麼像樣工廠的一片荒涼之中，卻擁有海外華人直接投資經營、極大規模、符合國際標準、顯然專門為外商或高官服務的高檔次休假設施。荒涼與豪華的鮮明對比，不能不令人懷疑，這些曾經爆滿的星級設施，奢靡消費之外的特殊商業功能。應當可以安全地假設，依託出口加工工業高速增長的背景，無數一頭外債一頭內債的神話故事，直接或間接地，共同推動廣東省投機泡沫繁榮昌盛。

90年代中期以後，廣東省、澳門和香港的房地產投機泡沫，相繼破裂。澳門房地產泡沫，幾乎可以說是廣東金融機構和企業投機一手造成。香港股市和房地產的鉅額投機泡沫，1997年達到瘋狂的巔峰，與中資機構大力炒作關係密切。泡沫破裂，為大量投機房地產的各類金融機構，帶來沉重的財務壓力。或許這正是迫使她們用更高回報到國內外“圈錢”的直接動力？坦率地說，恩平先是農村信用社、後是建設銀行支行，用興建水泥廠這樣樸實的項目，用高達30%以上的高

⁷ 費正清：《觀察中國》，世界知識出版社2002，第176頁。

額貼水，從全國各地吸引上百億資金，是經濟學無法解釋的事情。類似的集資奇蹟，不同規模、不同程度地發生在全省各地的城信社、農金會。1991年，廣東省農金會進城，以高達36%的利息爭奪居民儲蓄。隨著資金周轉越來越困難，許諾的回報進而提高到40%。⁸ 廣東省的存款率本來就很高，90年代中期，廣東的總投資率超過40%。不錯，廣東需要大量資金投入環境、教育、醫療衛生、基礎設施、研究與開發、普通市民住房等等。問題是，所有這些急需投資的項目，根本無法兌現離譜的高額回報。誰都看得明白，恩平的水泥需求再強烈，興建的水泥廠經營再好，完全沒有可能持續兌現30%以上的投資回報。入不敷出的崩盤，是時間早晚的事情。唯一的解釋，這是極具風險的賭博。參加者下注押寶，在支付危機到來之前，連本帶利賺錢之後安全退出。事後大量的腐敗犯罪事實證明，這些所謂的“高息攔儲”，更像是標準的“龐氏騙局”。⁹ 短時間在一個局部，祇要新騙進來的錢，能夠支付前一撥承諾的高額回報，遊戲可以永無止境地玩下去。而且，騙來的錢越快越多，勇於冒險的投機者越來越多，能夠繼續騙來的錢越快越多。而且，當集資規模越來越大而資金周轉速度必然慢下來的時候，唯一的拯救辦法是飲鴆止渴，進一步提高回報的承諾。不幸的是，對金融管理當局來說，騙來的錢越多，遲早演化成的支付危機越嚴重。

金融機構雨後春筍、“龐氏騙局”爭先恐後，即便沒有亞洲金融風暴衝擊香港，內外兩股“熱錢”的賭博遊戲，命中注定難以為繼。王岐山用“水落石出”來形容1998年以後蔓延全省的支付危機，再貼切不過了。恩平上百億元規模的高息攔儲，發生大規模擠提，暴露在

⁸ 張繼偉：〈廣東金融業排雷〉，《財經》2001年5月號，第72~73頁。

⁹ 1920年，美國查里斯·龐用套購國際回復郵票作局，吸引三萬投資者，圈錢1500萬美元，“龐式騙局”因此得名。1989~1995年，美國家庭主婦雷吉·勃漢姆用套購航空公司里程優惠券作局，許諾兩個月時間50%回報，吸引了美國42州1200名投資者，圈錢1000~1500萬美元（希勒：《非理性繁榮》，中國人民大學出版社2001，第51~54頁）。

亞洲金融風暴波及廣東之前，說明水落石出的性質。

(二) 香港的金融危機

香港實行聯繫匯率制度，不管國際炒家如何衝擊，7.8 港幣兌一美元的匯率不會自動崩潰。直接受到傷害的不是貨幣而是經濟。¹⁰ 從 1997 年 1 月到 1998 年 1 月，泰銖貶值 56.2%，印尼盾貶值 84.8%，菲律賓比索貶值 43.4%，馬來西亞林吉特貶值 48.3%，新加坡元貶值 12.3%。¹¹ 周邊地區和國家貨幣對美元紛紛一貶再貶，等於港幣對周邊貨幣持續升值，直接傷害香港的貿易和出口。

香港“金融危機”的直接結果，是股市和樓市崩盤。1997 年 9 月 30 日到 10 月 23 日，20 天不到的開市時間，恒生指數從 15049 點跌至 9767 點，跌幅高達 35%。值得強調指出的是，大陸政府背景的紅籌，跌幅一瀉千里，極其慘烈。到 1998 年 8 月 14 日，與 1997 年的高峰比較，恒生指數下跌 59%，紅籌指數下跌 86%。

表-2：紅籌股市場變動狀況

(按跌幅排列，單位：港元)

順序	電腦代碼	股票名稱	98.8.12.收市價	97年3月以來最高價	跌幅(%)	往績PE	預期PE
1	0152	深建國際	0.104	2.725	96.18	—	—
2	1208	東方鑫源	0.161	3.00	94.63	—	—
3	0263	保興投資	0.212	3.25	93.48	19.3	—
4	0230	東方有色	0.28	4.225	93.37	3.6	—
5	1058	粵海製革	0.25	3.725	93.28	13.20	1.4
6	0103	首長寶佳	0.112	1.65	93.21	—	—
7	0340	廣信企業	0.44	6.15	92.85	—	2.9
8	0257	光大國際	0.66	9.10	92.75	20.8	9.4
9	0119	新海康	0.78	10.542	92.60	5.8	—
10	0183	嘉華銀行	1.93	24.20	92.02	7.6	6.7

¹⁰ 王小強：〈聯繫匯率的邏輯理解〉，粵海金融控股研究部：《香港聯繫匯率保衛戰》第 8~14 頁。

¹¹ 韓文高主編：《世紀末金融風暴》，經濟日報出版社 2001，第 133 頁。

11	0730	首長四方	0.30	3.65	91.78	5.0	—
12	0203	駿威投資	0.255	3.10	91.77	10.6	—
13	0218	申銀萬國	0.38	4.375	91.31	2.1	—
14	0256	光大科技	0.54	6.20	91.29	—	—
15	0270	粵海投資	1.10	12.30	91.06	3.4	3.3
16	0165	光大控股	2.325	25.60	90.92	45.9	10.6
17	0521	首長科技	0.255	2.725	90.64	6.4	—
18	0031	航太科技	0.69	7.10	90.28	4.5	4.3
19	0697	首長國際	0.285	2.90	90.17	285	—
20	0688	中國海外	0.68	6.75	89.93	3.6	3.0
21	0291	華潤創業	4.725	39.20	89.80	4.6	4.0
22	0135	中國石油	0.63	6.10	89.67	46.0	12.6
23	0392	北京控股	6.85	65.00	89.46	4.5	9.1
24	0124	粵海啤酒	0.35	3.275	89.31	—	3.5
25	0268	鵬利國際	0.495	4.625	89.30	5.4	4.9
26	0308	香港中旅	0.69	6.40	89.22	4.1	4.1
27	1199	中遠太平洋	2.075	19.20	89.19	4.4	3.8
28	0123	越秀投資	0.53	4.90	89.18	5.1	4.8
29	0222	閩信集團	0.60	5.292	88.66	3.3	2.7
30	0604	深業控股	1.40	12.20	88.52	5.3	6.1
31	0382	國信華凌	0.23	1.95	88.21	—	—
32	0349	友聯銀行	3.325	27.90	88.08	2.8	2.7
33	1203	廣南(集團)	1.71	13.60	87.43	4.2	3.5
34	0144	招商局國際	3.50	26.70	86.89	12.7	7.4
35	0418	方正(香港)	1.38	9.10	84.84	7.2	6.0
36	1093	中國製藥	0.495	2.95	83.22	5.3	4.5
37	0363	上海實業	10.20	60.00	83.00	8.0	6.0
38	0409	四通電子	0.51	2.825	81.95	8.6	6.4
39	0276	中信泰富	9.70	53.25	81.78	2.8	4.6
40	0506	中國食品	1.85	6.90	73.19	13.0	11.6
41	1052	越秀交通	1.39	5.10	72.75	3.81	6.6
42	0818	粵海建業	0.91	3.225	71.78	—	—
43	0154	北京發展	1.21	3.925	69.17	—	—
44	0318	五豐行	4.75	13.80	65.58	10.7	9.0
45	0992	聯想集團	1.70	3.825	55.56	23.6	56.7
46	0941	中國電信	9.00	16.80	46.43	18.3	19.1

註：* 按稅後盈利減少 40% 計算。# 表示資料不詳。— 表示公司虧損。

資料來源：王小強、劉冰、梁曉：〈香港到了危急關頭〉表-3，粵海金融控股研究部：
《香港聯繫匯率保衛戰》第 229~230 頁。

表-2 列出 47 支主要紅籌，40 個企業股票價格下跌幅度超過 80%，20 個下跌幅度超過 90%。¹² 在這以後，紅籌企業的市值還在繼續一路下跌。特別是廣國投破產和粵海重組之後，廣國投所有的兩家紅籌破產清盤，粵海所有的五家紅籌停牌，進一步累及其他紅籌股票一跌再跌，有的簡直一錢不值。客觀地說，要不是企業背後的政府支持，任何西方私營企業，股票價格陡然下跌 90% 以上，居然還能掙扎著活過來，幾乎是完全不能想像的奇蹟。

香港大多數公司負債經營房地產。股市崩潰的同時，房地產價格陡降一半以上。香港紅籌的企業資產（股票價格和房地產價格）急遽“縮水”，縮到 80~90% 的幅度，經營再好的企業，也避免不了“資不抵債”的命運。雪上加霜的挑戰是，還債壓力突然陡增。香港金融危機中，大陸背景在香港企業，面臨特殊強大的還債壓力。壓力來自兩個方面。一方面，紅籌企業用股票或房地產作抵押借債，資產“縮水”比一般香港企業更嚴重，追加抵押或馬上還債的壓力自然更緊迫。另一方面，亞洲金融風暴中，香港的很多國際銀行，在泰國、菲律賓、印度尼西亞、馬來西亞等地損兵折將。金融危機中，資產的流動性狀況，成為企業生存的依據。“現金為王”，是所有企業的共同渴望。號稱“紅籌之父”的百富勤，資產 246 億港幣，遍佈 16 個國家 35 個辦事處 2500 名員工，《財富》500 強之一的龐然大物，因為六千萬美元周轉不靈而破產。¹³ 號稱“太子王”的正達集團，香港 16 家 A 級證券公司之一，1.2 萬客戶，因為八千萬港幣周轉不靈而破產。¹⁴ 同樣頭寸周轉不靈的國際銀行，在向其他“百富勤”或“正達集團”加緊追逼欠款時，不能不考慮香港私營企業紛紛破產的現狀。相比之下，大陸在香港的企業，不僅沒有破產的記錄，而且具有政府

¹² 粵海金融控股研究部：《香港聯繫匯率保衛戰》第 229 頁。

¹³ 谷梁編撰：《著名企業的失敗》，香港夏菲爾出版社 2001，第 226~228 頁。

¹⁴ 粵海金融控股研究部：《香港聯繫匯率保衛戰》第 81~85 頁。

全額償付外債的光榮傳統。兩個方面的因素相加，大多數香港紅籌和中資機構，儘管資產縮水得比誰都慘，卻突然成為所有債主嚴追猛討的楊白勞。

有學者估計，中資企業在香港的國際債務總額，可能超過八百億美元。廣國投和粵海兩家（轄七家紅籌）就有上百億美元沒有償付能力的外債，考慮到紅籌企業、H股企業和數不清的各地政府機構背景的“窗口公司”，這個估計應當不過分。這些公司在香港相互借貸、抵押、擔保、信用證、安慰函，編織了一張鉅大的開放性網絡，埋下更多“或有負債”的雷區。到2002年1~4月，在香港上市的H股59家、紅籌股69家，股票買賣成交額佔香港市場股本證券成交額的32%。¹⁵ 香港貿易發展局調查發現，珠江三角洲近21%的民營企業在香港建立了辦事處。另外，在東莞設廠的八千多家港資企業，130多家在香港上市。¹⁶ 這些企業與在港中資企業和機構，具有密切交織的利益聯繫。可以說，一旦這個雷區全面引爆，或者說紅籌企業都像百富勤或正達集團一樣，按照市場經濟原則自負盈虧，該破產就破產，香港經濟的歷史就此結束。所以，市值縮水90%的紅籌，是香港金融的軟肋，是香港經濟全面崩潰的決堤之口。香港最終能夠頂住國際金融大鱷一波又一波的兇惡猛撲，經受住亞洲金融風暴的嚴峻考驗，不僅歸功於香港當局與國際炒家“埋身肉搏”，而且取決於大陸當局對香港中資企業如何妥善處理，特別是在香港擁有大量國際債務的國投和紅籌。

大陸當局雖然不能直接干預香港的經濟事務，仍然對主權回歸的香港負有責任。對香港金融危機的關注，深深影響中國處理危機的決策選擇。在解釋為什麼廣東省政府決定廣國投破產而粵海重組時，王

¹⁵ 〈國企及紅籌股在港集資 6510 億港元〉，《國際金融時報》2002 年 5 月 29 日，第 1 頁。

¹⁶ 〈珠三角 21% 民企在港設辦事處〉，《信報財經新聞》2002 年 4 月 12 日，第 4 頁。

岐山說中國政府對待這個問題，“超過了純粹的經濟考慮”。他特別指出：“粵企是境外集團公司，涉及五家上市公司，我們要考慮香港市場的穩定。”¹⁷ 不僅“不想給香港的股市添加混亂”，而且“中國應該為香港的穩定作出貢獻”。從後來的結果看，表-2 中股票價格下降 88% 以上的 32 家紅籌企業，祇有屬於廣國投的“廣信企業”一家，因廣國投破產而清盤。是中國大陸當局以及各地政府和機構，參照粵海重組的模式，紛紛拿出鉅額現金，注入大量優質資產，挽救了這些瀕臨破產的鉅無霸楊白勞，從而在實質經濟層面，挽救了瀕臨崩潰的香港經濟。

（三）廣東省的支付危機

香港貿易和出口加工訂單減少，直接從外商投資、貿易和加工訂單三個方面，衝擊廣東經濟的擎天支柱——珠江三角洲地區的出口加工工業。根據粵海金融控股研究部（粵海重組後解散）當時組織的調研，1997 年 7~12 月，深圳、保安 73 家出口加工企業，訂單比 1~6 月下降 4.9%，價格下降 5.3%。1998 年，深圳和東莞 92 家主要向東南亞出口的企業，訂單平均減少 30%，日本訂單減少 20%。1998 年一季度，江門對泰國、印度尼西亞的出口減少 35.4% 和 11.2%。廣州對東南亞、韓國的出口減少 25% 和 78%。出口減少的同時，自然是外來直接投資減少。1997 年，廣東實際利用外資祇有 2.2% 的增長，深圳出現從未有過的 1.9% 負增長。1998 年 1~2 月，東莞外資新項目比去年同期下降一半。¹⁸ 結果，廣東省 GDP 的增長速度，從 1993 年的 22.3% 下降到 1997 年 10.6%。這是在朱鎔基要求全國 GDP 保持增

¹⁷ 〈王岐山縱論廣信粵企事件〉，《財經》1999 年第 3 期，第 20 頁。

¹⁸ 王小強執筆：〈港粵經濟形勢和發展戰略方向〉，粵海金融控股研究部：《香港聯繫匯率保衛戰》第 314~315 頁。

長8%的背景下，上報的官方數據。

廣東省的出口加工工業，靠廉價的外來民工支撐。加工工業景氣全面萎縮，雖然減緩發展速度，很多局部造成欠薪失業等社會麻煩，不會對全省經濟馬上發生災難性影響。消化不了的是，經濟景氣急劇惡化的嚴峻現實，讓金融遊戲中所有超常規高額回報的神話，從根基上喪失了依據。“水落石出”的確切含義是，經濟持續高速增長的大潮已退。沒有了20%以上的真實增長做背景，再也無法編派30%、40%、50%的高額回報。國際國內的債權人，開始擔心投資一去不返，紛紛要求馬上還錢。1998年關閉海南發展銀行，在廣東全省引發了一場存款從地方非銀行金融機構向四大商業銀行的大規模轉移。¹⁹這是廣東省正式陷入支付危機的轉折點。疑慮造成的存款大轉移，使全省大大小小苦苦支撐的各類非銀行金融機構，靠提高貼水借新債還舊債的把戲，再也玩不下去了。接著，擠提在許多機構和項目上頻繁發生。一些機構發生支付困難，採取限制提款的臨時措施，造成更大範圍的信用動搖，引發更廣泛、更急切、更大規模的擠提，形成更嚴重的支付困難，最終演化成為一場自我驗證、自我強化的信用危機。

早在1996年，恩平建設銀行支行和農村信用社先後發生嚴重擠提。接著，中山阜康鎮城信社、高科技開發區城信社發生擠提。1997年5月，湛江、揭陽等地，農金會出現支付危機。到1998年，湛江、茂名、汕頭、汕尾農金會普遍發生支付危機。各地國投則從個人存款到外債，從證券營業部到委託發行的企業債券，全線告急。“先是限制取錢，從每天幾千降到幾百，後來連十塊錢都拿不出來，這誘發了大規模的擠提，系統性風險在一定程度上爆發了。”在汕頭，大規模擠提波及到國有商業銀行。在花都，一家城信社遭到群眾圍堵，拿不出錢就斷水斷糧，乃至發生暴力毆鬥。地方中小金融機構的信用~支

¹⁹ 海南發展銀行剛剛成立三年時間，因為多次發生大規模擠提而被關閉。

付危機，普遍蔓延全省。²⁰ 大規模擠提發生了 60 餘次，多次演化成嚴重的社會騷亂。憤怒的存款人在廣州省政府門口安營紮寨，聚眾請願、抗議。

從香港傳遞過來的國際債務壓力，更是迫在眉睫。王岐山第一天走進廣東省政府辦公室，第一件事就是處理廣國投和粵海的緊急債務。廣國投和粵海，負債不僅遠遠超過兩家企業的資產價值，而且超過省政府可以考慮的支付能力。找中央政府幫忙？中央政府要考慮的，不僅祇有一個廣國投，全國還有 329 家滿世界借錢的國投；不僅祇有一個粵海，在香港，表-2 顯示股票價格下跌超過 88% 以上的 32 家紅籌企業，29 家不屬於粵海企業集團。中央政府救得過來嗎？

（四）危機向大陸蔓延的危險

經過大力壓縮整頓，到 1999 年，中國各地還有國投 329 家，資產五百億美元。有分析指出，這些國投官方登記的外債三百多億美元，沒有登記的國際借款也是三百多億美元。除了國投，香港紅籌的國際借款，還有 190~250 億美元。²¹ 也就是說，國投和紅籌的外債規模達到八百億美元以上，相當於亞洲金融風暴期間，中國外匯儲備的 60% 左右。

地方非銀行金融機構，包括農村信用社、城信社和農金會，問題更嚴重。廣東省地方非銀行金融機構的人民幣債務，高達一千多億元人民幣。1997 年，整個中國的非銀行金融機構，不包括國投，資產總額 1450 億美元，佔中國金融機構全部資產的 11%。在亞洲金融風暴之前，中央政府正在全國各地艱苦地清理財務處境難以為繼的地方非銀行金融機構。面對各省市國投和紅籌的國際債務，各省市地方非銀

²⁰ 張繼偉：〈廣東金融業排雷〉，《財經》2001 年 5 月號，第 73 頁。

²¹ 譚曄茗、肖亞紅：《朱鎔基金融風暴》，香港新華彩印出版社 2001，第 11~13 頁。

行金融機構的國內債務，中央政府顯然沒有足夠的一次性支付能力。

中國的主要商業銀行，多年積累了天文數字的不良貸款。1999年成立四家金融資產管理公司，剝離銀行壞帳 1.8 萬億元。“通過剝離不良資產，國有商業銀行不良貸款比例下降了近 10 個百分點”。到 2001 年 9 月末，兩年不到的時間，四家國有商業銀行“不良貸款為 1.8 萬億，佔全部貸款的 26.62%，其中實際已形成的損失約佔全部貸款的 7% 左右”。²² 這是官方的數據。民間國際估計，“國有企業的不良貸款佔整個國有銀行總貸款的 40%。”²³ 2001 年，中國銀行在香港準備上市，披露不良資產佔總資產 28%。中國銀行被廣泛認為是“四大銀行中最強、管理最好的銀行”。28% 的數字，大大增加了其他銀行不良資產高於原先數字的可能性。2002 年，被香港媒體譽為具有國際專業水準的中國銀行，原行長王雪冰由於鉅大的貪污被逮捕。²⁴

2002 年，標準普爾估計，如果將地方非銀行金融機構和城市商業銀行的不良貸款，與主要商業銀行的不良貸款匯總，中國金融系統的壞帳，高達 5180 億美元，相當於 2001 年中國 GDP 的 50%。²⁵ 相比之下，2000 年，世界 20 家最大銀行的不良資產是 3.2%。²⁶ 因此，索羅斯斷言：“要是人民幣是可以自由兌換的貨幣，中國的銀行系統也許

²² 徐涵：〈當前金融業處於安全運行狀態，不良貸款比例過高是潛在風險〉，《經濟日報》2001 年 11 月 2 日，第 2 版。

²³ 丹尼爾·耶金、約瑟夫·斯坦尼斯羅：《制高點：重建現代世界的政府與市場之爭》，外文出版社 2000，第 297 頁。

²⁴ 曉沖：《中共高官金融犯罪》，香港夏菲爾國際出版公司 2002，第 76~87 頁。

²⁵ 平均回收率約為 15%（〈中國銀行業不良貸款將持續十年〉，《信報財經新聞》2002 年 6 月 11 日，第 20 頁）。更有民間估計，70% 的縣級財政欠款三萬億，加上鄉鎮級財政欠款和社會保障欠款，整個中國的隱性壞帳高達十萬億（等於全國 GDP 總額）。這種估計言之鑿鑿，廣為流傳，以致財政部長項懷誠專門出面否認（廖美香：〈地方負債與銀行不良貸款重複〉，《信報財經新聞》2002 年 6 月 3 日，第 2 頁）。

²⁶ 2000 年 9 月，中國銀行資本充足率 8.5%，工商銀行 4.57%，建設銀行 3.79%，農業銀行僅 1.44%。世界前 20 家銀行平均 11.5%（莫偉光：〈中國入世銀行業的挑戰與出路〉，《信報財經新聞》2001 年 12 月 19 日，第 36 版）。

已經崩潰了。”²⁷ 實際上，在亞洲金融風暴之前和期間，中農信、中創、海發行等全國性大型金融企業相繼關閉。主要國有商業銀行的地方支行，多次發生類似中國建設銀行恩平支行的大規模擠提。

1993 年以來，中國引進外商直接投資，一直僅次於美國，排名世界第二，其中 60% 以上來自香港。有理由推斷，與這些直接投資相伴，中國主權債務之外的國際債務，很大一部分來自香港和在香港設有總部的國際銀行。1996 年，廣東省出口佔全國出口總額的 40%，引進外資佔全國引進外資總額的 30%。²⁸ 亞洲金融風暴對香港的衝擊，從香港波及大陸，首先表現為廣東省企業和金融機構面臨空前嚴峻的還債壓力。香港的國際債權人，很多在亞洲其他國家和地區損失慘重，為了頭寸周轉和生存，他們不得不向廣東企業和政府施加盡可能大的壓力，不顧企業的實際困難，硬要把國投和紅籌的債務當成主權債，迫使政府像過去一樣全額償付，而且馬上要現金。

對中央政府、省政府和省以下各級政府，應該在多大程度上，為資不抵債的紅籌和國投，在國內外的債務承擔責任，媒體和學術界存在著激烈爭論。對借貸雙方而言，四處充滿了“道德風險”。對廣東借錢方來說，廣國投和粵海都是政府全額所有，政府直接指揮的大量舉債和借款，從來得到政府各種直接、間接的有力支持。對國際債權人來說，大型國有企業從來沒有破產，中國大陸從來沒有不還外債。正是看中了企業與政府的親密關係，才爭先恐後地把錢借給廣國投和粵海這樣沒有風險的理想客戶。然而，借貸按商業貸款付利息，利率本身已經包含了不同於主權債的商業風險。更何況，在過去 20 年時間裡，廣國投和粵海優良的還款紀錄足以證明，國際債權人早就賺得盆滿鉢豐了。

²⁷ 索羅斯：《開放社會：改革全球資本主義》，商務印書館 2001，第 234 頁。

²⁸ 1996 年，廣東省出口佔全國出口總額的 42%，引進外資佔全國引進外資總額的 29%（《中國統計年鑒 1998》第 635、642 和 644 頁）。

對決策者來說，更現實的挑戰，不是該不該，而是有沒有錢全額償付外債。對後一個問題，答案根本不用討論。廣東省政府根本沒有外匯，唯一的可能是，向統一管理外匯支付的中央政府尋求幫助。廣東省政府的第一個行動，就是向中央政府提出緊急援助的懇切申請。不錯，根據以往關閉金融機構的經驗，中央政府統統出面償付了全部國際債務。關閉中創時如此，關閉中農信時如此，關閉海發行時還是如此。但是，在亞洲金融風暴的危機時刻，為了支持香港當局抗拒國際金融大鱷的重拳猛擊，中國政府正在打算做出人民幣不貶值的重大承諾。

在亞洲金融風暴中，人民幣不貶值，相對周邊大幅度貶值的貨幣，等於承諾繼續保持大幅度升值的不利地位。²⁹ 這對中國的出口、外匯收入、支持人民幣國際信譽的外匯儲備，發生鉅大負面影響。影響到什麼程度，當時不僅不可控，而且不可知，完全取決於來勢兇猛的亞洲金融風暴，持續的時間和災害的程度。於是乎，中央手上現有的外匯儲備，頓時顯得極為珍貴。如果中央政府像過去一樣，全額償付廣國投和粵海的國際債務，勢必鼓勵急需現金以求自保的國際債權人，越發竭盡全力向香港紅籌和各地國投（包括中信）追討流動性。在亞洲金融風暴中，在一個很短時間內，集中償還這些總數相當於中國外匯儲備 60% 左右的國際債務，對堅持不貶值的人民幣，明擺著是一場無法承受的災難。³⁰

更加無法承受的是風險。當時，而且時至今日，人們無法確切知道，這些國投和紅籌究竟欠下多少國際債務。不僅如此，另一個方面的鉅大風險是，內部需要支付的人民幣債務規模同樣無法確定。各地國投和紅籌，同時擁有大量人民幣債務。各大商業銀行在全國各地的

²⁹ 參見國際貨幣基金組織：*Currency depreciation vs. US dollar*, 12/31/96~1/8/98；Morgan Stanley Dean Witter: *The Competitive edge~1998*, 第 27 頁。

³⁰ 1998 年上半年，中國外匯儲備 1450 億美元，外債總額 1380 億美元。

分支機構，通過“帳外帳”的形式，以高出政府管制的利率競爭存款。遍佈全國各地的農村信用社、城信社、農金會和各種非銀行金融機構，都在用包括“龐氏騙局”在內的多種形式，拼命積累無法償還的債務。這些債務有多少，誰也說不清楚。亞洲金融風暴結束了超常規發展速度的預期，“水落石出”，不僅對廣東省而且對全國的金融企業都具有同樣不幸的意義。無法預計的債務總額，有可能突然匯聚空前鉅額的現金需求，通過內外夾攻，形成更大面積的支付危機。

亞洲金融風暴通過香港波及廣東，全省發生大面積支付危機。一旦廣東的問題處理不好，有可能通過香港的諸多紅籌、廣東各類非銀行金融機構、全國各地的國投、國有商業銀行的分支機構，遍佈各地苟延殘喘的地方非銀行金融機構，以及這些金融機構之間盤根錯節的借貸、擔保和支付鏈條，向大陸縱深迅猛蔓延，燃起一場四處冒煙的燎原大火。理論上說，祇要人民幣的資本項目不可兌換，中國不會發生其他亞洲國家那樣貨幣形態的金融危機。平時情況下，局部發生人民幣的支付困難再嚴重，最終可以通過印鈔票化解，代價無非是通貨膨脹。然而，在亞洲金融風暴的險惡環境，廣東省的支付危機鬧得人心惶惶。全國各地不斷發生金融機構的關閉事件，高息攔儲、“帳外帳”和非法集資的各類案件此起彼伏，遍地開花的城信社、農金會和商業銀行的壞帳，讓中央金融當局像救火隊一樣忙得焦頭爛額。³¹ 如此緊張的危機時刻，中央政府對廣東省政府的緊急求援，祇能回答說：“誰家的孩子誰抱。”

二、回應：化解金融危機的“三步走”

接下來的問題變成，廣東省支付危機的這個“孩子”怎麼“抱”？事後我們看到，廣東省政府在中央政府的支持下，用了兩年

³¹ 胡舒立主編：《引爆從 1998 開始》，世界知識出版社 1999。

的時間，化解瀰漫全省的支付危機。省政府的工作小組，把他們夜以繼日的緊張戰鬥，按時間順序，概括成化解危機的“三步走”——廣國投破產、粵海重組和關閉八百多家中小金融機構。這三個步驟，並非事先精心設計。應付挑戰的方式，被王岐山稱作是“沒有選擇的選擇”。然而，天造地設地符合“砍樹救林”的基本原理：砍出一條防火道，阻止大火向森林縱深蔓延。

（一）第一步：廣國投破產

具有關鍵意義的第一步，是決定廣國投破產。這決不可能是一個輕而易舉的決定。廣國投僅次於中信，是中國第二大國際信託投資公司，在國際金融界，曾經具有很高的知名度和一流的商業信譽。廣國投破產，是中國歷史上最大的破產案。為了保證以專業精神執行破產，讓 130 餘家國際債權人能夠接受，廣東省政府僱用全球五大會計師事務所之一——畢馬威，用清算組顧問的名義，實際扮演清盤官的角色。為此，廣國投必須接受從未有過的徹底調查，與政府不清不白的關係、令人起疑的決策失誤、嚴重的貪污腐敗、猖狂的瀆職犯罪，不得不全方位地暴露在國際公眾面前。廣國投在香港擁有兩家上市企業（紅籌），必須同時清盤，從而把中國針對小企業制定的粗糙破產法，直接聚焦到英國法律面前。廣國投破產程序的一個重要副產品，是為中國脩改制定完備的破產法，提供了足夠翔實的案例。

1998 年 10 月 6 日，關閉廣國投的決定，在國際金融界引起震驚。1999 年 1 月 10 日，廣國投申請破產。當時披露廣國投的資產總額，相當於債務總額的 60%。資產的追償率祇有 30% 左右，債務的追償率祇有 18%。³² 漫長的破產程序，使國際債權人如夢方醒。他們被

³² 當時各界媒體報道的消息，資料很不一致。宣佈破產清盤的廣國投四家企業之間，清償率也很不一致。譬如，廣信香港的清償率高達 54%，廣信實業的清償率祇有 6%（舒箐、王燦、南洲：〈廣信興衰始末〉，《財經》1999 年第 3 期，第 25 頁）。

告知，廣國投的貸款，90%已經逾期；超過80%的股本投資所在的公司，或者已經破產，或者“正處於困難中”。2000年10月31日，第三次債權人會議，實現的償債祇是經過驗證的債務總額的3.38%。據估計，廣國投最終能夠收回的資產，為確認債務的34%。³³ 到此時，大多數債權人可以登記出在廣國投的損失。

廣國投破產的意義，遠遠超出上百家國際債權人30多億美元的損失。最重要的意義，莫過於中國政府不承認廣國投欠下的外債，等同於非還不可的國家主權債務。這在中國史無前例。中國政府通過第二大國投破產，向全世界宣佈，中國政府對國投和紅籌總額八百億美元（甚至更多）的國際債務，不承擔直接責任。這也是“沒有選擇的選擇”。廣東是中國最富有的省份。如果中央政府承擔廣國投的國際債務，將沒有理由不承擔比廣東貧窮得多、從而在金融風暴中更加困難的海南、福建、廣西等省國投和紅籌的國際債務。承擔全國國投和香港紅籌的國際債務，意味著中央政府60%左右的外匯儲備，必須在金融風暴中“撥備”。任何具有責任感的國家領導人，顯然不能考慮這樣對承諾不貶值的人民幣具有災難性後果的決策選擇。

這種“沒有選擇的選擇”，居然具有強有力的法理基礎。像歐洲資本主義國家的政府不會為國有企業無條件承擔所有債務一樣，企業既然是法人，就有權選擇破產來結束生命。廣國投破產，對外符合國際慣例，對內符合中國國有企業的改革方向——企業自負盈虧，政府不再直接對企業的經營負責。這為中國的國有企業，發出進一步改革的信號：不管她們的規模有多大，國際聲望有多高，曾經有過多麼輝煌的歷史，如今的業績多麼糟糕，為什麼這樣糟糕，政府最終都會出

³³ 根據破產清算組：〈廣東國際信託投資公司第三次債權人會議破產清算工作報告〉，截至1999年1月6日，廣國投帳面總資產209.4億人民幣，估計可回收72.6億。總申報債權387.8億人民幣，獲破產清算組確認的債權211億，“估計損失達人民幣138.4億元”（第2頁）。

手挽救，替她們償還債務的歷史，從此終結。

這個信號是如此強烈，就是到今天，中國大陸的國有企業、特別是很多大型國有企業的領導人，對政府拒絕償付外債和廣國投破產，仍然堅持明確的保留態度。這恐怕不簡單出自免死狐悲的一般感情，面對政府廣泛參與企業經營的現實狀態，企業當然有理由，不願意像執行破產法展示的那樣，獨自承擔全部責任。

廣國投破產，同時為與中國國有企業作生意的國際債權人，發出改革信號。按照傳統定義，國投和紅籌的所有者是大陸的國家實體，不管是公司還是政府部門。所以，國際債權人堅持國投和紅籌企業的國際債務，應被當作主權債對待。直到1999年6月30日，國際債權人拒絕廣東省政府重組粵海的建議，債權人委員會指出：“債權人強烈認為，借貸給集團（粵海）是基於明確的雙方相互理解的條件，即廣東省人民政府將支持集團並保證集團能完全履行合同義務”。

債權人的理由，值得充分理解。可以相信，過去，經常基於這種理解，他們才放心大膽，爭先恐後，把大筆金錢借給國投和紅籌。由於有這樣的理解，債權人用不著對貸款企業和貸款項目進行周密的調查研究和嚴格的持續監督（這正是銀行從事商業貸款必須花費的主要成本）；與此同時，貸款通常按照企業之間的商業程序和商業利率安排，並不是政府與政府之間，或者國際貨幣基金組織、世界銀行、亞洲開發銀行對發展中國家政府的援助性低息貸款。商業利率本身，不管合同安排多麼優惠，性質上與主權債務相區別，應當包含了對商業風險的付費。

1994年5月，廣國投董事長黃炎田成為《商業週刊》的封面人物。封面故事的大標題赫然醒目：“一位紅色資本家的內部世界：黃炎田的高效金融機構正幫助再造中國！”就在粵海重組前夕，粵海集團剛剛榮獲香港政府頒發的年度最佳管理獎。旗下的廣南集團，更是被

摩根斯坦利隆重推薦為 50 個“全球最佳中小企業”之一。³⁴ 儘管後來的事實表明，廣南領導層幾乎成了犯罪集團。這些優良的商業信譽，顯然不是靠長期借債不還贏得的。容易理解的實際情況是，在過去 20 年時間，國際債權人一方面節省了大筆其他商業貸款必須支付的調查監督費用成本，一方面索取了風險費用又從來不用承擔風險。在這個意義上可以說，中國國有企業的大鍋飯，藉著改革開放，居然早就吃到國際上去了。廣國投破產，昭示了國際借貸大鍋飯的遊戲規則從此改變。

從國內、國際兩個方面，廣國投破產一案，成為中國改革開放進程中，充滿爭議的歷史性里程碑。中國政府與國有企業之間的關係發生重大改變，至少中止了借貸大鍋飯向國際推廣。國際借貸人今後向中國企業提供借貸時，必須像對其他市場經濟的企業一樣，進行周密的風險評估。對企業財務狀況，必須進行持續的嚴格監督。不能再省下這道主要成本，幻想中國各級政府會繼續無條件承擔國有企業的國際債務。

在考慮國際債權人的同時，工作小組必須密切關注在國內個人儲戶中“平息混亂”。這是廣國投破產程序中，國內需要慎重解決的首要問題。超過三萬自然人在廣國投存入八億元人民幣。廣東省各地發生多起遊行請願。人們害怕廣國投的關閉使他們的存款一去不返。廣國投破產同時造成五百多名員工失業。中國銀行急忙購入廣國投欠個人儲戶的 7.8 億元人民幣，在廣國投關閉之後，突然變成最大的單個債權人。這筆交易的資金由廣東省政府提供。按照中國法律，省政府支付了廣國投職工的遣散費。對於八萬名通過廣國投下屬證券營業部

³⁴ 張繼偉：〈重溫粵企重組〉，《財經》2002 年 1 月 5 日，第 86 頁。另外，1996 年，廣南控股獲《資本雜誌》最佳企業大獎。1997 年，所羅門證券公司在全球範圍推薦 119 支“最佳股”，廣南是六家香港企業之一（粵海集團研究部：〈廣東經濟發展簡況、粵海企業集團、粵海投資及廣南集團公司情況簡介〉，1997 年 6 月 27 日）。

買賣股票的股民，廣國投的證券業務轉移到廣發證券公司，在託管的名義下暫且繼續經營。所有這些涉及社會穩定的安排，必須在嚴格遵守破產法程序、不損害國際債權人權益的前提下進行。因此需要許多比政府過去處理內部事務複雜得多的專業設計。畢馬威和同時聘用的國際著名律師事務所，以及大陸著名律師事務所之間的密切合作，在這方面發揮了特殊的積極作用。

（二）第二步：粵海重組³⁵

1998年夏末，債權人急切追討債務，粵海集團度日如年。到9月，粵海祇能靠省政府的短期資助，支付需要緊急償還的債務。展望未來，在欠下的46億美元外債中，1999年1月到期6.8億美元，1~4月到期11.7億美元。負債比率高達74%。粵海已經山窮水盡，活不下去了。10月8日廣東省政府決定，在廣國投破產的同時挽救粵海。10月26日官方宣佈，粵海的債務將通過重組解決。³⁶ 粵海下屬的兩家主力企業——粵海投資和廣南控股，對香港的股市穩定十分重要。重組粵海的決定，一方面使中國政府避免將國有企業的債務視為主權債，一方面給香港股市吃一粒定心丸：會找到一條途徑，保持資不抵債的紅籌繼續運行。

關於重組粵海的談判時走時停，經過一系列漫長艱苦的討價還價，2000年12月6日，國際債權人終於接受高盛提出和修改的重組方案。談判延續數個月的主要原因是，儘管有廣國投破產，債權人仍然希望廣東省政府償還粵海的全部債務。談判僵局一直持續到1999年7月底，

³⁵ 關於整個重組過程和複雜“證券組合”的詳細技術描述，最權威的著作莫過於新粵海董事長武捷思的《粵海重組實錄》（香港商務印刷館2002）。

³⁶ 根據畢馬威的審計報告，到1998年9月30日，粵海集團總債務303億港幣，帳目總資產212億，嚴重資不抵債。

東亞銀行董事長李國寶頑強堅持債權人給粵海的貸款得到廣東省政府擔保，在媒體公開宣稱，不惜與粵海“同歸於盡”。李國寶同時擔任粵海旗下紅籌——廣南控股的獨立董事。當然，“同歸於盡”祇是一種情緒化的決心表態，不可能得到國際債權人的廣泛支持。即便有人願意看到東亞銀行與粵海同歸於盡，也很少有人準備看到整個香港金融界，與市值佔股市三分之一、現已下跌 90% 的紅籌企業同歸於盡。廣東省政府用停止償付貸款利息的實際行動，表達不妥協的決心。王岐山在第二次“沒有掌聲”的國際債權人會議上，禮貌而誠懇地威脅說：“我相信廣東省政府和國際債權人都不願意看到粵海步廣國投的後塵。”誰又能夠拒絕這樣的美好祝願呢？事實上，從宣佈廣國投破產的那一刻起，談判的根本條件已經改變：“殘酷的現實是，國際債權人幾乎沒有槓桿力量反對粵海不進行清盤”。而且，廣國投破產的進程越漫長，把粵海推向破產的前景越不吸引人。根據畢馬威的評估，如果粵海破產，債權人的損失會達到 74%。國際債權人最終祇能妥協，與廣東省政府分擔損失。倘若不然，逼迫粵海進入破產程序，損失祇會更加嚴重。

粵海重組終於得以順利進行。一個重要原因是，中國官方確實分擔了“痛苦”。在中方，廣東省政府給重組注資高達 20.1 億美元，幾乎等於債權人總額 21.2 億美元的削債。廣東省注入的是全省最優質的資產——東深供水項目。香港 75% 的生產生活用水，依賴這個項目。根據廣東省與香港當局的長期供水協議，該項目每年坐收 20 多億港幣現金。這筆資產注入粵海，相當於現金抵押的功效，使重組方案中國際債權人推遲收回的債務，得到堅實可靠的保證。

值得一提的是，像僱用畢馬威主持操作廣國投清盤一樣，粵海重組僱用了著名的美國投資銀行——高盛，以顧問名義提出和修改重組方案，召集國際債權人會議。廣國投破產與粵海重組，涉及三百多家國際債權人。日本、韓國駐北京大使館和駐廣州領事館，曾經分頭正

式提出照會，強烈表達本國政府對破產和重組的嚴重關注。³⁷ 高盛和畢馬威，在國際專業領域的豐富經驗，為廣東省政府妥善處理從未有過的國際商業鉅案，提出大量切實可行的關鍵性建議。不僅如此，作為僱員，高盛和畢馬威有義務充分利用自己在專業領域無可非議的國際地位，把廣東省政府的意願轉變成無可非議的國際慣例。這是廣國投破產和粵海重組，依照香港法律和國際慣例，與國際債權人艱苦談判，在國際輿論嚴密監督下，得以順利進行的必要條件。當然，兩家追求利潤最大化的企業，是不會拒絕賺錢的。³⁸ 但是，倘若沒有國際一流的權威機構參與，廣國投破產和粵海重組很可能會曠日持久地拖下去，甚至捲入不必要的外交因素、政治因素和意識形態因素，干擾廣東化解支付危機的當務之急，損害阻止金融危機向內地燎原的大局。

可以說，廣東省政府與國際債權人打交道的時候，充分運用了毛澤東的外交鬥爭原則——“有理、有利、有節”。

（三）第三步：關閉八百家中小金融機構

廣國投和粵海涉及的主要是國際債權人。在亞洲金融風暴和香港金融危機中，緊急處理到期國際債務，是無法拖延的當務之急。一旦廣國投破產和粵海重組進入操作程序，1999年底，廣東省政府的工作小組馬上騰出手來，展開化解金融危機的“第三步”——處理地方其他國投、城信社、農金會等中小金融機構的人民幣支付危機。這是一場沒有喘息休整時間的連續戰鬥。

³⁷ 據媒體報道，日本第一勸業銀行是廣國投最大的國際債權人（舒筭、王燦、南洲：〈廣信興衰始末〉，《財經》1999年第3期，第25頁）。

³⁸ “截至2000年10月31日，估計中介機構參與破產清算工作的專業服務費用約為人民幣2.84億元，其中人民幣1.78億元已經支付”（破產清算組：〈廣東國際信託投資公司第三次債權人會議破產清算工作報告〉第38頁）。

地方非銀行金融機構的債務主要來自國內。全國各地企事業單位的投機資金與當地居民的儲蓄混合在一起，循國家規定利率的合法儲戶與大規模的高息存款混合在一起，正常的存貸業務與非法集資混合在一起，合法經營與超出營業範圍的混業投機混合在一起，帳內的損益與帳外的債務權益混合在一起，經營失誤與貪污腐敗、金融犯罪混合在一起……。所有這些交叉組成一團根本無法理清的亂麻。雖然“第三步”像通常的國內事務一樣，在國際上沒有引起很大反響，其問題的複雜程度，對廣東省經濟發展和百姓日常生活的影響，不僅不亞於甚至超過“第一步”和“第二步”。此起彼伏的擠提和聚眾請願，對社會秩序已經造成了嚴重的惡劣影響，要求政府必須迅速給出清晰而明快的解決方案。

中國著名的諺語——“快刀斬亂麻”，可以成為“第三步”最貼切的形容。1999年11月23日，廣東省成立以王岐山為組長的“廣東省地方中小金融機構和農金會金融風險處置工作協調小組”。³⁹ 廣東省向中央銀行“一攬子”借款380億元；同時，中央銀行向中國人民銀行廣州分行增撥70億元再貸款額度，專項用於解決人民銀行自辦地方金融機構的遺留問題。用這450億元，到2000年10月，不到一年時間內，廣東省政府對147家城信社1063個分支機構，16家國投及14家辦事處、國投下屬48家證券營業部，以及843家農金會實施停業整頓。這也是危機時刻“沒有選擇的選擇”，卻是當機立斷，化解危機的最佳方案——大刀闊斧地快刀斬亂麻。

借人民幣，不動搖人民幣的外匯儲備，不需要中央政府修改財政預算。為了防止支付危機蔓延，這一次，中央政府毫不猶豫，伸出援助之手。中央銀行的380億借款，由廣東省各級政府的財政擔保，年利率2.25%，不計複利，從2001年起九年時間全部償還，每年折還

³⁹ 省長助理武捷思、中國人民銀行廣州分行行長蔣超良、廣州證券管理辦公室主任劉興強任副組長。

款 47 億。這對當時年稅收收入超過 1100 億元的廣東省來說，是可以作到的。⁴⁰

重組國投

到 2000 年 3 月 11 日，汕尾、韶關、梅州、潮州、湛江、中山、肇慶、汕頭、佛山、珠海、江門、茂名、惠州和廣州市的四家，共 17 家市屬國投，全部停業整頓。東莞國投經營良好，成為唯一一家獲得“規範保留”的市級國投。深圳國投因為深圳市屬於副省級待遇而獲得“規範保留”。省政府財政廳背景的粵財信託，獲“規範保留”。省屬華僑信託投資公司資不抵債 30 億元人民幣。省政府注資 20 億人民幣和國際債權人免息削債 30% 之後，退還居民存款，摘去金融牌照，改組成一家實業公司。⁴¹

廣國投破產和粵海重組，為其他國投的“停業整頓”（實際上是行政性關閉）和債務重組，在內外兩個方面提供了成熟的模式。對內，各地國投下屬的 48 家證券營業部，同樣以託管廣國投下屬證券營業部的廣發證券為主，實行全面託管。被挪用的股民保證金，在中央借款的支持下，全部歸位後規範轉讓。對外，廣國投破產改變了所有國投與國際債權人的談判地位，粵海重組則為談判提供了削債的樣板。珠海、江門、中山、佛山、汕頭五市國投外債餘額 25445 萬美元。經過比粵海重組容易得多的分頭談判，這些債務，幾乎全部免息削債 30% 左右後償還。⁴² 沒有形成任何重大振蕩，甚至媒體都沒有什麼炒作，就順利完成了。

⁴⁰ 張繼偉：〈廣東金融業排雷〉，《財經》2001 年 5 月號，第 72~77 頁。

⁴¹ 另有一家中葉信託公司，原為中國建設銀行所有，在廣東省註冊。

⁴² 譬如，珠海國投與五家國際債權人協議免息後削債 30%。珠海特區國投與另外兩家國際債權人達成削債 30% 的協議。汕頭華僑信託與東亞銀行深圳分行和荷蘭商業銀行香港分行達成削債 30% 的協議。汕頭國投與南洋商業銀行達成削債 35% 的協議。中山外債大部分是個人債務。談判的結果是：境內個人外匯存款兌付本金，不付利息；境外個人存款不付利息，本金削債 10%；境外機構債務不付利息，削債 30%。

關閉八百家中小金融機構

真正需要投入大量工作的是，廣東全省範圍 147 家城信社和 843 家農金會。她們牽扯到千家萬戶百姓，相互之間與全國各地的企事業單位構成極其錯綜複雜的債權債務關係。譬如，韶關市 13 家城信社擁有 20 多萬儲戶。仍然從維護社會安定的第一需要出發，早在大動干戈之前，工作小組在高度保密的情況下，對需要清理的金融機構進行全面摸底。為此，還專門開發出“分檔次存款統計表”和“待移交中國工商銀行儲戶資料清單”兩套軟件。根據摸底情況，協調小組制定了居民儲蓄和外債優先的政策原則。在居民儲蓄中，進一步分成 10 萬元以上，5000~10 萬、2000~5000、1000~2000、以及 1000 元以下若干檔次。小額存款通常來自普通百姓，首先兌付，得以最大限度減少社會震動。⁴³ 另外，關閉企業的失業職工，需要妥善安排。韶關市按每月 1000 元的標準，給城信社職工多發兩個月工資後遣散，得到協調小組的肯定。

表-3：廣東省幾市關閉中小金融機構的平均兌付規模

單位	品種	截至時間	人民幣萬元	戶數	戶均	佔金額 %	佔戶數 %
中山農金會	個人股金	2000-1-24	18300	9430	19406	43	52
梅州農金會	個人股金	2000-1-25	1600	750	21333	—	—
潮州農金會	個人股金	2000-6	12543	9325	13450	62.4	86.5
潮州國投	個人債務	2000-6	33262.27	10183	32665	99.49	99.48
中山國投和廣東華僑信託	個人存款	2000-5-30	19885	2330	85343	—	—

這些表面上看起來簡單明瞭的政策原則，在實際組織和操作過程中全面展開，變得無比豐富多采。概括起來說，與廣國投破產和粵海重組相比，具有八個方面顯著的不同特徵：

首先是大規模綜合性的統一指揮。協調小組的領導成員由省政府辦公廳、省法院、省檢察院、省委宣傳部、省農業廳、省財政廳、省

審計廳、省公安廳、省監察廳、省勞動廳、省國有資產管理局、省發展研究中心、廣發證券、省工商銀行、廣州外匯管理局、省中國人民銀行、省農業銀行等部門領導組成。整個行動成為全省範圍統一指揮的一場戰爭。一次性關閉上千家企業和機構，需要在各級政府從各個部門抽調精銳幹部組成工作組。譬如，惠州抽調了400人，江門市抽調了200人，揭陽市抽調了138人。全省各級政府估計有兩千多人參加了戰鬥。

第二是防止兌付範圍擴大和國有資產損失。提前對上千家農金會和城信社的業務摸底，提供了數據方面的技術保證。用各地財政擔保和按期償還中央借款的政策，抑制了基層擴大兌付範圍的積極性。廣東省政府從廣國投破產的經歷中，充分學習了香港清盤官鐵面無私、雷厲風行的作派，在全省範圍採取了“迅雷不及掩耳”的襲擊方式，工作組突然進駐，帳、據、表、章、證、照、槍支、彈藥、電腦資料、檔案數據，全部收繳封存。11月23日成立工作協調小組，24日省政府召開“全省地方中小金融機構和農金會風險處置工作會議”，到12月5日，僅僅十天時間，珠海、汕頭、南海、湛江、佛山、肇慶、中山、江門十家國投的30家證券營業部，由廣發證券完成託管。到12月24日，僅僅18天時間，停業整頓工作組全部接管封存了全省147家城信社（1063個分支機構）。⁴⁴到2000年1月31日，僅僅兩個月時間，中間還過了一個春節，全省各地城信社共兌付自然人存款160億元，完成任務的83.3%。如此這般“閃電戰”似的政府工作效率，為多年市場化改革以來所僅見。不僅兌付範圍來不及擴大，而且把清盤過程中由於交接混亂可能造成的財產損失，降低到最少。

第三是對廣大群眾明確而深入的政策宣傳，避免引發超出關閉範圍的信用危機。在擠提頻繁發生的支付危機期間，大面積一攬子關閉、

⁴³ 譬如，梅州市農金會個人股金90%在五萬元以下。

⁴⁴ 包括在這之前已經停業整頓的河源市三家城信社。

重組農金會和城信社，對本來已經人心惶惶的普通百姓而言，無異於晴天霹靂的震撼。大批存款從不在關閉範圍的農村信用社和城市商業銀行向主要國有商業銀行轉移。特別是一些政府部門參與其間，越發加劇瀰漫社會的恐慌氣氛。譬如，韶關市發現國稅局、鐵路、公路系統和樂昌監獄、樂昌市國稅局、財政局、人壽保險公司、電信局等 14 家單位，以各種方式通知下屬單位從農村信用社轉移資金 1141 萬元。結果造成一些地方的農村信用社和城市商業銀行開始發生擠提。各級政府開動所有宣傳機器，報紙發佈詳細消息，電話查詢和採訪，地方廣播電臺和地方電視臺、有線電視臺全天 24 小時滾動播放各種政策規定。⁴⁵ 各級領導親自出面講話、寫文章，包括盧瑞華和王岐山在發行量最大的《南方日報》為農村信用社大說好話，防止“城門失火，殃及池魚”。牽扯千家萬戶的事件，性質範圍和政策規定真正作到了家喻戶曉，才不致釀成情緒性、災難性的社會動蕩。

第四是把握非法投機與合法儲蓄之間微妙的政策界限。首先兌付衆多自然人的合法存款。這是可能影響社會安定的廣大人群。一方面人數衆多，一方面經常是勞動者一生的所有積蓄，一旦損失，肯定呼天搶地。最大部分人群往往對應最應當兌付的合法儲蓄。雖然兌付不包括超出合法利息的高額回報，人民群眾心服口服。這部分兌付順利完成，化解金融危機的第三步就勝利在望了。事件處理中，對企業和機構存款暫時凍結支付，待資產清收變現後，再根據情況決定償付方式和比例。鑒於城信社和農金會大多數嚴重資不抵債，很可能以破產方式退出市場，估計機構類存款的償付率不會超過 20%。

最難分辨和處理的是個體大戶。廣東經濟發展以個體經濟為主，在大量個人名義的存款中，幾乎無法制定正常儲蓄存款與個體企業投機資金的政策界限。這裡的“大戶室”伺候，十分具有喜劇性質。“大

⁴⁵ 譬如，到 2000 年 1 月 16 日，一個多月時間裡，潮州市各新聞單位播送和刊登通告、通知 93 份次；城信社發出宣傳資料 29202 份，接受諮詢 29420 人次。

戶室”一詞，來源於證券交易營業部對大筆炒家的特殊優待，包括單獨的辦公室、電腦、免費茶水供應等等。清盤兌付對債權大戶的優待，具有道理、形式一樣而本質完全不同的含義。不少貪圖高額回報的大筆投機資金，是沒有合法收入來源或者沒有照章納稅的“不義之財”，當事人如果沒有足夠的勇氣，在規定時間走進特殊優待的“大戶室”，接受工商、稅務和法律部門的登記認證，債權自動一筆勾銷。90年代初，任中國建設銀行行長的王岐山，受命托管並關閉由他親手組建的中農信。當時採取這個方法，曾經自然勾銷了一些無人認領的大戶債務。這段經歷在更大範圍推廣，為廣東省化解金融危機節約了部分開支。

第五是及時變通處理緊急支付。私人儲蓄分檔分期兌付、企事業單位存款暫時凍結的政策，為一些企事業單位和個人帶來不便。譬如，駐徐聞西連大井海軍部隊，因城信社關閉而無法提取官兵生活費，經湛江市請示省政府協調小組，先從地方財政借錢應急。譬如，韶關大學部分師生在城信社的存款凍結，經過思想工作，沒有請願鬧事。譬如，興寧城鎮城信社企事業存款多，凍結後不少機關單位發不出工資，經市工作組由法院牽頭，組織追債解決。譬如，韶關要求供電、供水、電信、房管、路證等有關公共服務單位，對資金已被鎖定、暫無其他資金來源的單位，給予暫緩三個月繳費並免收滯納金的照顧，使受影響單位得以正常運作等等。

第六，及時處理複雜的省外債權和法律糾紛。上千家中小金融機構不祇在廣東省集資投資存款貸款，而且在全國各地金融機構擁有大量債權債務關係，關閉重組過程中，引發大量各種類型的法律糾紛。譬如，汕頭國投因拖欠河南中原信託公司40萬美元，被鄭州中級法院強行劃走保證金帳戶裡的40萬元人民幣和汕頭國投海濱證券營業部清算帳戶裡的352萬元人民幣。譬如，珠海國投與陝西省國投資金合同糾紛案裁決生效，西安中級法院查封珠海國投下屬公司所有的兩萬平

方米土地，並委託陝西企業就地拍賣。譬如，武漢中級法院劃扣廣東華僑信託投資公司深圳營業部存款 89 萬元，並扣押帳簿，查封辦公場地，等等。這些不同類型的法律糾紛，僅珠海國投一家，就有 40 宗進入執行程序的案件。跨地區的法律糾紛，為廣東省乾淨利落地清產核資，帶來極大的麻煩。

第七，堅持基本政策前提下的因地制宜。譬如，在關閉農金會時，汕頭市中小額股金一次性兌付，大額股金分期兌付；專項借款由農委調劑，按比例分配，人民銀行負責監督。茂名市則祇付本金，不付利息。佛山市本金全付，扣除高息後償付合法利息。南海市在兌付縣黃岐農金會個人股金時，甚至扣回已經支付的歷年高息 4564 萬元（帳目清楚是前提條件），等等。因地制宜的好處顯而易見。本來各地城信社、農金會的發展不平衡，對社會安定的影響面和深度各有差異。既然是各地財政擔保並還債，省政府沒有必要制定完全統一的方案。基本政策統一，統一指揮統一行動之後，留有因地制宜的餘地，各級政府分擔責任，局部群眾在具體處理上即便有些不滿，也不會全部集中到省政府來。這應當是工作小組思慮的高明之處。

第八，追求化解危機與道德風險之間的盡可能平衡。中央借錢化解支付危機，對道德風險提出了嚴重挑戰。中央政府承擔不起不解決危機的嚴重後果。不間斷的擠提和大規模請願，已經對社會穩定造成可怕的影響。廣東省政府必須對金融企業監管不力承擔責任，省級以下的地方政府，同樣必須承擔監控不力的責任。上千家中小金融機構，受地方市縣政府的控制，地方幹部在其中擔任要職。混亂的管理常常是犯罪行為的掩護，不應當像大赦一樣一體寬恕。而且，地方中小金融機構的合法債務必須繼續追討。債務人逃脫還債責任，道德風險勢必進一步加深。廣東省政府要求各級政府財政擔保，用財政收入在八年時間還清中央借款，強化了各級政府變賣被關閉的中小金融機構的資產和追討欠款的積極性，可以在一定程度實現“道德風險補償”。

為了減輕還債負擔，各級各地政府分別制定了追討債務的具體辦法。雖然不可能從根本上平衡道德風險，畢竟聊勝於無。⁴⁶

在一個短暫的危機時刻，所有這些重大決策和複雜的政策安排連續出臺。為了在這些複雜而且常常是矛盾的目標之間，實現盡可能的平衡，廣東省化解金融危機的工作小組，付出了鉅大努力。

（四）“砍樹救林”的成功

砍樹救林，是森林救火常用的緊急手段。當熊熊大火燃燒起來，為了阻止火勢向同樣乾燥易燃的森林縱深蔓延，必須冒著炎炎高溫和濃烈狼煙，在森林和大火之間，爭分奪秒砍伐樹木，砍出一道阻止大火燎原的防火道。亞洲金融風暴的大火，燃燒到香港。在香港岌岌可危之際，不僅廣東的支付危機遍地燃燒，並且明顯展現出通過全國各地資不抵債的國投、紅籌、城信社、農金會、其他非銀行金融機構以及國有銀行的地方分支機構，向壞帳纍纍的整個金融體系蔓延的可怕前景。廣東省政府化解金融危機的工作小組，在危機時刻，扮演了奮不顧身、砍樹救林的搶險角色。

一般情況下，用任何理由砍樹，都有《森林法》制裁。砍樹就是破壞生態。特別是廣國投這棵世人矚目的參天大樹，曾經為廣東省的改革開放和經濟發展，做出大量建設性貢獻。2002年三次拍賣的廣國投總部大樓——廣東國際大廈，多少年來，一直是象徵廣東省對外開放、廣州市繁榮昌盛的標誌性建築。⁴⁷ 粵海是廣東省對外開放的“窗口公司”，1994年和1998年，粵海投資和廣南控股先後成為香港恒

⁴⁶ 譬如，平遠縣制定了三個辦法：第一，分類追收。單位幹部職工欠款，由縣委、縣政府找單位負責人追收；城信社職工欠款，由城信社追收；人民銀行職工和部門欠款，由人民銀行追收。第二，小額欠款上門追收。第三，法院通過司法程序追收。

⁴⁷ 〈廣東國際大廈第三次拍賣〉，《信報財經新聞》2002年6月21日，第14頁。

生指數企業，不僅為廣東而且為香港的繁榮貢獻頗豐。直到 1997 年 6 月，廣南集團供應香港 98% 的淡水魚、80% 的家禽、70% 的蔬菜和 20% 的活豬，是香港該類業務規模最大的貿易公司之一。⁴⁸ 破產、重組的屈辱結局，當然令人惋惜，所以有學者提出“債轉股”的體面方案。在經濟正常發展時期，處理個別企業的資產流動性危機，用市場拍賣債權的方法，可以兼收財務重組和企業改革（所有權多元化）之利。然而，金融危機人心惶惶，人人缺的都是現金。企業股權跌得幾乎一錢不值，企業債權豈能賣得出去？實際上，甚至在廣國投破產之後，為了避免破產和重組的屈辱，在市場上公開拍賣債務，實現“債轉股”的理想，仍然引起中國領導人的高度重視。1999 年 4 月，由國務院經濟體制改革辦公室副主任李劍閣牽頭，會同中國人民銀行和對外經濟貿易部，組成聯合調查組，專程赴廣東省緊急調研。調查組瞭解了廣國投和粵海的真實處境，廣泛徵求中介機構的意見之後，否定了“債轉股”的建議。⁴⁹

即使在亞洲金融風暴之前，全國 329 家國投，與廣國投的經營狀況，應當沒有根本性區別。譬如，湖北國投董事長因貪污犯罪被槍斃，湖南國投領導層被判刑。⁵⁰ 海南國投苟延殘喘到 2002 年被關閉清盤，董事長被判死刑。⁵¹ 在亞洲金融風暴中，管理混亂的國投和紅籌，成為國際債權人竭盡全力討債的重點。廣東化解金融危機的“三步走”，發出明確的信號：如果國際債權人繼續對國投和紅籌，肆無忌憚地施加比對待一般市場經濟企業大得多的還債壓力，這些資產市值損失貽

⁴⁸ 粵海集團研究部：〈廣東經濟發展簡況、粵海企業集團、粵海投資及廣南集團公司情況簡介〉，1997 年 6 月 27 日。

⁴⁹ 當然，粵海重組過程中少部分債務，經過幾乎破裂的艱苦談判，最終安排成股權形式，是另外一回事。

⁵⁰ 曉沖：《中共高官金融犯罪》第 351~370、382~388 頁。

⁵¹ 同時宣判的還有海南國投總經理判刑 15 年，另外兩位副董事長各判刑 13 年（〈李耀祺大肆侵吞國有資產被判死刑〉，《人民日報》2002 年 3 月 26 日，第 2 頁）。

盡的企業，勢必會像百富勤和正達集團一樣，因為缺乏現金償債而破產清盤。不信，廣國投就是例子。市場經濟是事實求是的。就在廣國投破產前夕，香港中資企業辦公室的討債電話應接不暇，討債人員門庭若市。法庭傳票、律師函、告狀信、最後通牒，雪片一般飛來。各種威逼恫嚇，無所不用其極。1999年1月10日，廣國投破產的消息見報，香港中資企業辦公室一片寂靜，習慣了應付各類債主的公司老總們，忽然無所事事，不知該幹什麼好了……

廣國投破產，根本改變了所有中資企業在國際債務糾紛中，永遠被動挨打的既定格局。到90年代中期，中信的債務相當於中央政府財政收入的20%。廣國投的債務相當於廣東省政府財政收入的30%，山東、深圳和福建的國投債務相當於各自省市財政收入的40%，上海和天津的國投債務相當於各自市政府財政收入的70%。對此，朱鎔基總理對國際債權人表達得比王岐山更加直截了當：“如果你們逼得太緊，他們（國投們）將別無選擇，祇好申請破產”。為此，2000年10月，朱鎔基訪問日本期間，媒體公開批評他拒絕讓中央政府替海南國投還債。批評歸批評，報怨過後，還得面對實際。那就是，國投和紅籌作為企業的獨立法人，按照國際慣例，有資格享受百富勤、正達集團一樣的同等待遇，要麼破產，要麼重組。實踐最後的總體成果是，表-2列出的47家主要紅籌企業，市值平均損失86%。除廣信企業一家因廣國投破產而清盤，其餘所有紅籌無力償還的國際債務，全部重組。1999年全國329家國投，到2002年保留80多家。⁵²除了海南國投（日本債權人不妥協？）破產清盤，其餘所有國投無力償還的國際債務，全部重組。重組的基本原則，與高盛在粵海重組中提出的“國際慣例”一樣，無外乎是所有者注資、債權人削債、轉期和部分債轉股的組合。廣東省化解金融危機“三步走”的全局意義，一目了然。

⁵² 〈戴相龍：80信託公司獲保留〉，《信報財經新聞》2002年3月18日，第6頁。

儘管在具體企業、具體環節上，有許多可以進一步討論、甚至進行學術探討的問題，但是，看化解金融危機這個大局，砍樹救林的成功，是“三步走”的根本貢獻。1998年，中央政府向全國提出“防範金融風險”的戰鬥口號。在廣東省，落實成為化解金融危機的“三步走”。廣東省的“化解”實現了全國的“防範”，從而使中央政府得以毅然決然地承諾人民幣不貶值，在穩定貨幣的層面支持了岌岌可危的香港，並且對整個亞洲金融風暴“過去”，提供了強有力的穩定性貢獻。

平心靜氣而論，雖然是內外兩股“熱錢”共同造就廣東省的支付危機，“三步走”還是顧全大局的。特別是第三步，中央借款優先兌付居民儲蓄和償還外債。雖然國際債權人根據粵海重組的樣板，普遍承受了免息後削債30%的損失。但是，比起國內機構債權人（或投機資金）血本無歸，仍然得到了中國政府的特殊優待。第三步實施之前，廣東省地方中小金融機構帳面總資產691億元人民幣。⁵³ 這些資產中的相當一部分，是通過貼水高達30%以上的集資債務實現的。就算是假設沒有資產流失和投資失誤造成嚴重虧損，一單位債務對應一單位資產，再假設七百億資產對應的祇是當年一年的債務，按貼水30%估算，對應的債務總額，應當是上千億元的規模。到2001年底，經中央借款兌付個人儲蓄283億元。餘下的近七百億，當是企事業單位投資（投機）。帳面上近七百億總資產，究竟能夠清收變現回來多少，很難有樂觀預期。據官方統計，到2001年底，共追收資產123億元，佔691億元帳目總資產的17.8%；其中收回現金31.8億，佔帳目總資產的4.6%。餘下的資產，實際上，很多已經泥牛入海了。譬如，惠州21家城信社的不良資產高達98%。汕尾城區信用社帳目資產餘額5086萬元，實際收回648萬，不到13%。⁵⁴ 在頂風冒火砍樹救林之際，廣東省政府對普通百姓和外商刀下留情。與國內債權人高達80%以上的

⁵³ 張繼偉：〈廣東金融業排雷〉，《財經》2001年5月號，第72頁。

⁵⁴ 張繼偉：〈廣東金融業排雷〉，《財經》2001年5月號，第72~77頁。

“削債”相比，削債 30% 的國際債權人應當千恩萬謝了。

值得一提的是，廣東省化解金融危機“三步走”的一個副產品，是公開暴露出大量金融腐敗和金融犯罪。不難想像，即便是簡單試圖清理企業財務帳目，都會直接觸犯犯罪集團和犯罪分子的切身利益。面對判刑坐牢、包括被判死刑的現實前景，“三步走”的每一步，都是邪惡與正義之間的殊死搏鬥。更何況，廣東省省長盧瑞華公開要求各級政府領導人“及時查處違法違紀案件，打擊金融犯罪”。特別說明問題的是，王岐山以常務副省長身份，經常出現在公眾和媒體面前；在他背後，是從不公開張揚的“省委五人領導小組”。他們的名單按黨內地位而不是按政府職務排序：省委副書記、省長盧瑞華（組長），省委副書記、政法委員會書記陳紹基，省委副書記、組織部長劉鳳儀，省委常委、常務副省長王岐山，省委常委、省紀律檢查委員會書記王華元。⁵⁵ 倘若沒有政治上空前強大的領導小組，化解金融危機的“三步走”，恐怕一步也邁不出去。正因為“三步走”是在政法、組織、紀委的直接領導下展開，一個重要收穫是，在步伐所及的範圍內“水落石出”，實現了一場對腐敗犯罪分子的大規模清洗。

2000 年 7 月，黃炎田被逮捕。他是廣國投 90 年代的總裁和副董事長。廣國投其他兩位高級經理以及廣國投（深圳）總經理均被逮捕。另外兩位在香港的廣國投高級經理通緝在逃。他們分別涉嫌開具假信用證，價值十億港幣。廣國投先後受到六批政府工作組的調查，發現了大量的腐敗證據。廣國投的海外業務徹底腐敗，與海外華人罪犯廣泛合作，並與廣國投總部的高級官員相互勾結。

畢馬威為粵海重組作調查時，披露粵海集團具有“嚴重的做假帳問題”。根據香港法律，構成詐騙罪。粵海集團共有 35 人收到逮捕

⁵⁵ 在中國共產黨領導政府機構的體制下，共產黨的政法委員會負責指導公安、檢察和法院方面的所有政府部門。組織部負責所有政府部門和黨內幹部的職務任命。紀律檢查委員會負責對各級領導幹部的黨內監察和紀律處理。

令。粵海最嚴重的公開犯罪活動發生在廣南控股。香港廉正公署向廣南領導層發出 18 張逮捕令，包括前董事長孫觀、六位前董事、女財務經理和財務總監助理。2002 年，其中三位受到審判，其他人逃回大陸。知情人把廣南控股叫作一家“大規模集體詐騙公司”，是一家“犯罪企業，為經營人創造個人財富”。⁵⁶

對恩平非法集資案的調查，導致許多政府官員和金融機構的高級管理人員被捕。原中國建設銀行恩平支行行長鄭榮芳，因為將大量資金引入恩平而立功，提昇為恩平市副市長。鄭副市長由於大量貪污被捕，判處死刑，緩期 15 年。恩平案件中涉及的其他官員，包括恩平市前市長李廣華和前市委書記匡任。後者被提昇為江門市副市長。……

三、沒有結束的故事

化解大火蔓延的危險，不等於改變雜草叢生的生態。危機過後，這片肥沃的土壤，會繼續生長出什麼東西？會不會野火燒不盡，春風吹又生，過不了多久，大動干戈的幾步走再次成為“沒有選擇的選

⁵⁶ 廣南董事局 10 名執行董事八名涉案。1998 年 10 月 12 日，助理總經理黎瑞華被香港廉正公署拘捕。1999 年 1 月 20 日，黎瑞華棄保潛逃，廉正公署發出通緝令。1999 年 6 月 8 日，廉正公署實施代號“大觀園”的搜捕行動，拘捕包括廣南董事總經理黃曉江在內的八名高層幹部。2000 年 1 月 15 日，廉正公署實施代號“魚雷”的搜捕行動，再拘九人。1 月 25 日，葉曉穗在收押所用床單自縊身亡。4 月 5 日，串謀人繼傑國際公司會計和香港工商發展董事甯陽豐均被判四年徒刑。8 月 17 日，廉正公署正式起訴九名並通緝 12 名廣南高級幹部，包括董事長孫觀和六名執行董事。12 月 7 日，黃曉江用虛假信用證詐騙罪名成立，判六年徒刑，另外兩名從犯各判四年。“原是廣南核數師的德勤會計師行，以及廣南三名非執行董事李國寶、溫嘉旋及曾文強均責無旁貸”（谷梁編撰：《著名企業的失敗》第 292~311 頁）。到 2002 年，廣南集團一筆涉款 18 億港幣的假信用證案件，14 人被香港法院判刑 2~9 年（〈廣南案再有董事判凶〉，《信報財經新聞》2002 年 4 月 4 日，第 4 頁）。

擇”？“三步走”暴露出一系列深層次的問題，值得改革決策者認真思索。

（一）企業制度和企業行為

廣國投和粵海

廣國投破產和粵海重組在衆目睽睽之下進行，受到國際會計師詳細審查。兩個案例暴露出令人難以置信的管理混亂。廣東省政府作為所有者，對兩大企業監控失敗，負有無可推卸的責任。兩大企業的高級管理人員，從始至終，由省政府直接任命，向省政府負責。

廣國投和粵海發育起極其複雜、從而極不透明的企業組織。兩家公司結構層次疊床架屋，各自繁衍出三、四百家兒子、孫子和曾孫公司。隸屬兩大公司的企業，究竟有多少家，直到破產和重組，連總部領導人自己也說不清楚。有效的控制和管理自然無從談起。兩家公司都允許下一級公司追求自己的獨立利益。她們大多數都是獨立法人，擁有營業範圍極其廣泛的營業執照。她們濫用廣國投和粵海的名義進行集資，不徵求上級部門意見即可作出投資決策。大筆資金用於房地產、股票和期貨市場，甚至從事金融衍生工具的高風險賭博。無數疑竇叢生的決策失誤，實際展開的是瘋狂轉移、侵吞國有資產和貪污腐敗的犯罪。這些活動與國內外華人、乃至公司高層領導廣泛勾結。

發人深省的是，很長時間之前，省政府乃至中央政府，對廣國投和粵海管理層的嚴重問題早有所聞。雖然針對兩家公司運作機制的改善進行了多次努力，始終沒有徹底整頓。根據以往的經驗，可以有充分的理由推斷，即便沒有亞洲金融風暴，事態的結局不會有實質性變化。比承擔責任更有意義的問題是，為什麼廣國投破產和粵海重組以前的所有努力全然無效？破產和重組是否使所有積重難返的問題“一攬子”得到解決？如果沒有，這對繼續存在的 329 家國投，越來

越多的紅籌，以及同樣參與非法集資的農村信用社、主要商業銀行的分支機構，意味著什麼？

國際借貸人和投資者的態度，對廣國投和粵海在管理監控方面的缺陷，並非沒有發生作用。國際資本被廣東經濟的發展前景，這些公司與廣東省政府的密切關係所吸引。這種關係似乎能夠保證得到高回報的投資機會，並且能為債務提供擔保。祇要能提供安全的高額回報，國際金融機構借錢給這些不透明的公司，是再高興不過的事情。亞洲金融風暴以前，國際金融機構對廣國投和紅籌缺乏透明度極少抱怨，為擁有不透明的“內部關係”自豪，甚至四處炫耀。這些“內部關係”構成某種競爭優勢，一種特殊的商業信譽。國際資本湧入廣國投和粵海，與中國各地的資金湧入廣東地方非銀行金融機構的情況相類似。所以《華爾街日報》對廣國投破產給出正面的評價。⁵⁷

在債務重組的同時，粵海僱用麥肯錫當顧問，對企業內部管理體制進行全面重組。2001年，武捷思以“鳳凰涅槃”為英文書名，出版包括主要技術細節的粵海重組回憶錄，從理論上提出，新粵海必然崛起成為一家具有國際競爭能力的強大企業集團。⁵⁸ 廣東省委書記李長春指出：“不但廣東省，而且整個中國，以及國際金融市場，都在密切關注重組後的粵海，是成為一架還債機器，還是能夠繼續發展，成為按國際慣例運行管理的一個重要的現代公司”。

新粵海把原來50~60家二級公司精簡合併成七家，兩級公司裁減650名員工，節約管理成本1.3億港幣。從2001年上半年開始，改善經營和變賣資產，新粵海扭虧為盈，重新成為盈利企業。盈利的主力是恒生指數企業——粵海投資，新注入的東江水和電廠“佔整體經營

⁵⁷ 1999年3月9日，《華爾街郵報》發表評論說：“當金融方程式中移去了道德風險之後，中國的主權信用和整個投資環境會更加健康。”

⁵⁸ 武捷思：《粵海重組實錄》，香港商務印刷館2002。

盈利 78%。”⁵⁹ 然而，新粵海仍然由廣東省政府擁有並直接向省政府負責。⁶⁰ 主要經營者仍然由省政府直接任命。旨在轉變新粵海職工內部行為的《17 條禁令》，武捷思講話“未能得到香港僱員的足夠重視”。直接參與重組全過程的原董事長鍾光超，內外交困的極大壓力造成腦溢血，2001 年春節，悲慘地成為植物人。臨危受命的副董事長康典，於重組的危機時刻，在媒體信誓旦旦，要像泰坦尼克的船長一樣，最後一個離開企業；粵海重組剛剛完成，忽然以照顧家人這樣缺乏說服力的理由辭職。⁶¹ 新粵海的董事長是原省長助理武捷思，總經理是原省政府副秘書長李文岳。代表股東利益的董事會與實際操作的經理層，繼續是不分你我的一家人。他們的薪酬仍然遠遠低於香港同類企業，報酬與責任不對稱的老問題繼續存在。當問到有什麼根本性的制度變化，可以確保粵海從重組的煉獄中新生，成為一隻世間沒有的“鳳凰”。武捷思無可奈何的回答是：搞好新粵海，取決於我們這些新領導層的“思想覺悟”。——毫無疑問，50~60 年代，看不見摸不著的“思想覺悟”可以解決很多制度安排解決不了的難題。

信託投資公司

雖然廣國投破產了，通過了新的信託法，中國對整個信託投資公司進行了大範圍重組。但是，國投重新發展之門仍然敞開。中國經濟體制改革的一項重要內容，是財政分灶吃飯。中國各級政府用屬於本級財政的資金組建國投，從事賺錢盈利的商業運營。80 年代高峰期，全國有國投上千家。⁶² 中國人民銀行副行長肖剛承認：“信託投資公司也許會有新一輪發展”。國投的最終數目，也許會超過計劃。僅廣東省就還有四家。到 2001 年末，貧困的小小海南省，還有至少六家

⁵⁹ 〈粵海系受惠重組虧轉盈〉，《東方日報》2001 年 9 月 24 日，第 B1 頁。

⁶⁰ 除高盛遵循重組時的承諾，象徵購買 5% 的股權外，新粵海仍然由廣東省政府所有。

⁶¹ 許靜怡、蔡明雅、劉冰、梁曉編：《嶺外雲歸》，廣州市大自然廣告公司 2002。

⁶² 〈戴相龍：80 信託公司獲保留〉，《信報財經新聞》2002 年 3 月 18 日，第 6 頁。

國投。一家國投祇要具備三億元註冊資產，得以繼續合法經營。地方政府仍然存在強烈動機，支持國投在正規銀行系統以外集資，展開盡可能廣泛的金融業務。《財經》主編胡舒立斷言：“國投的遊戲沒有結束”。

紅籌公司

從企業制度上看，香港上市的紅籌公司，國際上幾乎找不到可以匹配的例子，是具有創新性質的獨特形態。她們在香港按公司法人註冊，同時與大陸政府關係密切，形成獨特的“注資”概念——政府可以根據需要，隨時向企業行政性“注入”資產（即便很多時候是走帳式的“購買”）。紅籌在法律上是企業，實際上不僅沒有明確主業，而且資產外延都具有幾乎是沒有邊界的開放性——理論上，地方政府可以把任何資產“裝進”企業。這個獨到之處，成為吸引投資人的熱點，在1997年達到高峰。紅籌股的首次募集都被大量超額訂購。有了開放性的“注資”概念，今天買下的股份資產，日後可能無限膨脹。在這個意義上說，“紅籌”成為一種極具吸引力的集資工具。從1993年第一個內地國企到香港上市以來，到2002年4月底，在港上市國企59家、紅籌69家，128家企業集資6510億港幣。⁶³

但是，一旦市場和投資人按照法律定義，把紅籌當作企業而不是異想天開的投資概念來要求，問題嚴重了。不透明是集資的吸引力所在，卻是企業管理的大忌。主業不清楚，本來是地方政府跨行業注資奠定的基礎。譬如，北京控股的資產包括自來水公司，粵海不僅擁有房地產、食品和諸多加工行業的工廠，而且擁有碼頭、公路、橋樑、運輸和東江供水。靠香港總部這幾個人，哪裡來的專業知識進行真正有效的運營管理？企業管理混亂，投資失誤，是“紅籌”這種獨特企

⁶³ 〈國企及紅籌股在港集資6510億港元〉，《國際金融時報》2002年5月29日，第1頁。

業型態命定的題中應有之義。

亞洲金融風暴過後，紅籌公司死裡逃生，個個都要有國際競爭能力地繼續發展。雖然一些紅籌公司，如中國旅行社（香港）得到重組，但是，沒有一家經歷了粵海那樣徹底的全面重組。即便是徹底重組過後的粵海，作為獨立存在的企業，所有內在的自相矛盾，依然沒有根本改變。

專業公司的紅籌，譬如中國電信（香港）、中國石油（香港）等等，具有不同的特點，不能一概而論。雖然也有國內總公司持續注資的各種可能，但是，企業性質類似H股，至少業務範圍相對明確，一般不大容易想像有公路、自來水等毫不相干的項目攙和成一團。正因為如此，國內公司總部能夠對香港紅籌施加更明確、更有力的垂直領導。這些紅籌相對較少發生使投資人想入非非的股市炒作狂潮，有國內總公司責無旁貸墊底，相對較少可能發生資不抵債的破產悲劇。然而，這類紅籌仍然是紅籌——是集資工具，是“窗口”，事實上不是而法律上又是，獨立經營、自負盈虧的企業。

地方非銀行金融機構

廣東省大規模關閉農金會和重組城信社，化解了迫在眉睫的支付危機，及其對社會安定的嚴重威脅。但是，這些措施並不能剷除地方非銀行金融機構雨後春筍的肥沃土壤。小城市、尤其是經濟發展的最基本單元——鄉鎮，仍然具有強烈動機，建立受當地政府控制的金融機構，為地方經濟發展服務。雖然城信社重組、農金會關閉，基層金融在少有或沒有監管之處改善了監管，但“新型的、各種偽裝的非法集資形式不斷出現”。雖然有些壞帳被上級機構吸收，很多時候還是損害了農村信用社的資產負債表。廣東省政府官員承認，農村信用社的風險程度相當高。把貸款當作“阿爺的錢”（父親的錢）而不必歸還的信用文化，幾乎沒有什麼改變。據官方測算，農村信用社的壞帳

比率超過 50%。更令人難忘的是，恩平瘋狂的高息攔儲，是農村信用社率先搞起來的。接著大幹而特幹的，不是城信社和農金會，而是中國建設銀行在恩平的分支機構。

（二）中央與地方的金融關係

更一般性的問題是，在體制上如何構造中央與地方的金融關係。《財經》主編胡舒立斷言：這個問題不解決，廣東的悲劇篤定還會發生。事實上，本研究所涉及的所有問題，都無法繞開這個難題。中央與地方的關係，是困擾了中國歷史幾千年的老問題，今天，在全球金融一體自由化的時代背景下，再一次對整個民族提出生死存亡的嚴峻挑戰。

80 年代以來，這方面的改革從財政分灶吃飯開始。從宏觀的發展規劃到資源配置，到體制改革，到引進外資，各省政府在越來越大的程度上，承擔起越來越包羅萬象的經濟發展職能，唯獨缺乏完備而獨立的金融手段。所以，美聯儲前主席沃爾克到中國旅遊一週，就敏感地發現：“中國的每個省都想有自己的中央銀行”。⁶⁴ 使問題進一步複雜化的是，省政府將幾乎同樣的權力下放到市和地區一級，依次類推，一直到經濟社會生活的最基層單元——鄉鎮。

中國清理國投的最初設想，是每個省保留一家國投。在廣東，依託強大經濟實力所蘊含的無法駁斥的理由，保留了三家國投。同樣的邏輯推演到全國，是再也壓不下去的 80 多家。在香港上市的紅籌，雖然一直由中央政府嚴格控制，邏輯前景也是祇能增加，難以減少。除了各類專業公司爭先恐後包裝上市，沿海各省都擁有不止一家紅籌。隨著西部大開發的宣傳展開，西部各省趁勢抱怨在香港紅籌審批政策

⁶⁴ 保羅·沃爾克、行天豐雄：《時運變遷——國際貨幣對美國領導地位的挑戰》，中國金融出版社 1996，第 334 頁。

上，向東部省份長期傾斜。地方基層各種合法和非法的金融機構和集資活動，更是防不勝防。我們在恩平看到，不僅城信社和農金會，而且中國建設銀行分支機構和農村信用社，成為非法集資的主力。這些金融機構（包括恩平亂集資的農村信用社）被一網打盡以後，老百姓正常的信貸需求難以實現，地方經濟一片蕭條。當然，這是恩平前任各級政府胡來的苦果。問題是，經濟發展的需要，急迫等待健康體制的建立。否則，即便是垂直領導的國有商業銀行在地方的分支機構，祇要她們的幹部和家屬的命運，在無窮多的方面最終由地方政府決定，早晚無法抗拒地方政府為發展本地經濟而展開金融活動的強大動力。全國各地國有銀行地方分支機構管理失控的案例，多如牛毛，舉不勝舉。值得思索的是，曉沖在《中共高官金融犯罪》一書中編輯的40個案例，除了湖南國投和湖北國投兩案外，講述的全部是國有商業銀行及其分支機構違規的故事。

（三）金融體制與金融改革

中央與地方金融體制的理論框架缺乏清晰思路，全國垂直管理的國有商業銀行改革，究竟能夠解決多少問題？中國加入WTO以後，商業銀行馬上面臨來自全球鉅型銀行的強大競爭壓力。根據加入WTO的承諾，2007年以後，外資銀行可以不受限制地與本地銀行競爭。⁶⁵為了迎接競爭的挑戰，中國人民銀行行長戴相龍許諾加快金融改革，給出四大商業銀行改革的“三步走”計劃：“第一步，在保持國有獨資的前提下，讓銀行進行商業化經營；第二步，改造成國有控股的股份公司；第三步則是海內外上市。”⁶⁶

⁶⁵ 藍海：〈中國推進混業經營全能銀行〉，《香港商報》2001年11月21日，第A3頁；〈人民幣業務將逐步放開〉，《信報財經新聞》2001年12月10日，第2頁。

⁶⁶ 中國著名經濟學家吳敬璠認為，商業銀行的改革應當進一步加快，把第一步與第二步合併成為一步（〈吳敬璠：為銀行業把脈〉，《市場報》2002年5月20日）。

國有銀行改革“三步走”的基本邏輯，與 20 多年來的國有企業改革一樣，繼續依據“誰的資產誰關心”的私有產權理論。儘管國有企業的改革並不成功，始終很少有人懷疑，提高企業治理水平的唯一途徑，是把經營置於股東的嚴密監督。於是，中國大小銀行改制上市緊鑼密鼓，剝離鉅額壞帳，甩掉人員包袱，管理層工資待遇與國際接軌，成了國有銀行改革的主要內容。⁶⁷ 危險的是，金融企業與物質生產企業最根本的不同，恰恰在於金融企業是專門經營他人資產的。如果說“誰的資產誰關心”的產權邏輯，在物質生產企業都不能解決問題，拿到專業經營他人資產的金融領域，邏輯上可能越發文不對題。

廣東化解金融危機“三步走”，暴露出金融企業大量聳人聽聞的弊病、混亂和胡來，是從物質生產的國有企業根本不能想像的。祇有巴林、安然 — 安達信等國際醜聞，具有類似的性質。譬如，中國建設銀行恩平支行高息攔儲，縣裡同時還有中國工商銀行支行、中國銀行支行、中國農業銀行支行、農村信用社、城信社、農金會等等那麼多金融機構，一個專業銀行的縣級支行，從 1994 年 2 月到 1995 年 11 月，僅僅一年半時間，通過高息貼水和帳外拆借，違規吸收 32 億元人民幣，發放流動資金和帳外貸款 25 億人民幣加 240 萬港幣，造成國家經濟損失 36 億人民幣加 368 萬港幣，並且釀成大規模擠兌和聚眾請願、鬧事，建設銀行撤銷支行後兩百多名員工失業。這是恩平任何一家水泥廠直到破產，想都不可能想到的來錢速度和破壞能量。對應的責任是，2001 年，外逃三年的支行行長侯春幸被抓獲，判有期徒刑三年半。⁶⁸ 在這種情況下，用連水泥廠都搞不好的改革原理，來改革國有大型商業銀行和整個金融系統，其可怕的危險性，簡直無法

⁶⁷ 深圳發展銀行 90 年代初就上市了。浦東發展銀行 1999 年上市。中國第一家私人銀行 — 民生銀行 — 2000 年上市。2001 年，華夏銀行和招商銀行（最小的二級國有銀行之一）宣佈即將在國內上市。2001 年 5 月，中國銀行宣佈將在“數月內”上市。

⁶⁸ 〈恩平建行原行長判監〉，《香港商報》2001 年 7 月 25 日。

形容。

紅籌的故事早就足夠證明，引入私有產權改善企業經營的幻想，多麼不切實際。粵海集團下屬的紅籌企業，多年來，不僅有社會名流擔任的獨立董事，按香港高薪聘任的總經理，而且有世界五大會計師行審計財務，“水落石出”，暴露出那麼多令人瞠目結舌的混亂、虛假和罪惡。⁶⁹ 倘若廣國投、粵海僅僅是少數沒有聯繫的個案，倒還罷了。國際金融界也在不斷出現個案醜聞。然而，根據廣東省廣泛發生各種金融企業支付危機的嚴重教訓，考慮到中國銀行系統已經積累並且還在繼續產生的龐大壞帳，面對媒體在金融危機之前和之後不斷披露出此起彼伏的金融醜聞和金融犯罪，不能不對股份上市可以改善中國銀行經營管理的理論預期發生懷疑。相反，經歷了香港金融風暴之後，人們無法迴避的一個現實是，所有H股和紅籌企業，都是根據香港法律、按照國際慣例在境外經營的上市公司。董事會、監事會、高薪聘請權威機構審計的財務報表一應俱全。然而，境外註冊、產權多元化、香港法律、企業自由經營的制度以及不同的會計記帳制度，經常成為這些企業疏遠、排斥和脫離中國所有者按照國內慣例監督的法理基礎。根據產權理論，到境外明晰產權的實踐結果，經常是內地各級政府越發無權、無法監督管理，境外企業越發自由地胡作非為。尤其當這些企業是區別於物質生產企業的金融機構，問題必然更加嚴重。

中國四大商業銀行與政府的關係、企業制度以及下屬分支機構廣泛存在的“帳外帳”失控和腐敗犯罪，與廣國投和粵海在很多方面、很大程度上是“同構”的。唯一的主要區別是，尚沒有廣國投和粵海那樣脫離政府直接控制的境內外勾結串通的金融業務。長期負責外匯業務的中國銀行，類似的業務機會比較多，最近暴露出來的腐敗、犯

⁶⁹ 譬如，粵海集團下屬的紅籌——粵海投資，以四百萬年薪聘任原香港聯交所高級職員許浩明擔任總經理。東亞銀行董事長李國寶，原是廣南控股的獨立董事。全球五大會計師事務所——德勤，長期負責廣南控股的財務審計。

罪和管理失控，已經令人觸目驚心。如果進一步通過撇帳上市，強化企業自主，弱化政府監督，四家大銀行之中，有一家改革成類似粵海式的境外金融企業，萬一領導層的“思想覺悟”出了問題，勢必造成毀滅性的災難。那就不是“幾步走”可以輕易化解的了。

（四）金融腐敗與金融犯罪

通過對廣東化解金融危機“三步走”的調查研究，我們發現金融機構——國投、紅籌和地方非銀行機構中的腐敗和犯罪，比政府部門和物質生產企業嚴重得多。所以，不適合把金融企業的腐敗程度，等同於政府部門和物質生產企業的腐敗程度。金融交易的經營失誤與故意犯罪之間的界限，在操作技術上、法律上、道德上，都是最模糊不清的。犯罪和瀆職之間的界限非常微妙。不僅如此，金融交易錯綜複雜，瞬息萬變。交易的不是實物，而是看得見摸不著的數字，是在電腦網絡迷宮中光速流竄的“比特”，對犯罪行為的監督、偵察、取證、管制極其困難。在全世界，金融服務業比其他行業提供給非法獲利活動的機會更多更大。畢馬威的會計師無可奈何地承認，與物質生產的企業相比，對金融企業帳目的監控困難要大得多。

各種衆所周知的手段被用來從國家、公司、社區、個人以及股東之處進行盜竊。最為普遍的方法是個人或內部串通的團夥，利用第三方間接獲利。他們可以聲稱自己並沒有獲得直接利益，資金並未直接進入他們的腰包。最典型的方式是貸款給與自己有利益關聯的企業，然後不去跟蹤追討，造成呆帳、壞帳，等待企業破產、重組，或者急於包裝上市而撇帳。還可以利用職權，做假帳粉飾財務表現，吸引投資人；以遠遠高於市價的價格收購與自己有利益關聯的企業或項目；以遠遠低於市價的價格出售資產給與自己有利益關聯的公司；利用政治關係將土地從一個開發類型再分配成另一個開發類型，以從

地價上昇中獲利；開假信用證非法從銀行貸款；甚至乾脆挪用公帑，攜款潛逃。2002年初，在毗鄰恩平的開平，中國銀行五位官員偷竊4.83億美元逃往北美，相當於開平整個GDP的一半左右。還有很多方法，如從金融機構和紅籌企業“借用”資金（常常沒有償還的意圖），在土地、房產、股票和期貨市場進行個人的投機活動。在整個銀行體系中，普遍存在著利用正式彙報機制範圍外的“帳外帳”高息攔儲。因為丰富多彩的致富機會，甚至任命幹部到各種金融機構任職，都成為某種腐敗的資源。一紙任命等於是一張謀私的通行證——如果有關人員希望這樣做的話。

在金融交易裡，太多的方法可以化公為私。幾乎所有匪夷所思的投資失誤，都可以看出內外勾結、侵吞國有資產的清晰邏輯。大筆資金莫名其妙地投向廣東本地沒有任何商業背景和普通個體戶。這些個體戶，很多變成了手持香港或它國護照的“外商”，如今還在繼續堂而皇之地與其他國投、紅籌乃至國有銀行密切“合作”。然而，內外勾結的邏輯再清楚，要想取得具有法律效力的確鑿證據，卻非常困難。在企業有意製作的混亂帳目中，越發困難得幾乎沒有可能。金融交易的特殊性質，成為掩護腐敗和犯罪的叢林。不管是政府還是股東，很難有效監控。有上百年歷史的巴林銀行，被新加坡分支機構一個年輕人的衍生工具投機搞到破產，是很好的說明。逐漸獨立的調查性媒體，如《財經》雜誌，選擇曝光了一些案例。但是，這種造成嚴重損失之後的報道，遠不等於操作程序中的正式監控機制。

儘管金融領域的腐敗和犯罪祇是一個局部，可能造成的損失，往往帶有全局性。廣東化解支付危機“三步走”，足以說明危害會有多麼嚴重。不僅如此，金融領域的腐敗犯罪，很容易向其他領域、包括向國家政權滲透。90年代後期，很多起案子涉及黨員幹部、中國人民銀行職員、警察和司法系統。1997~1998年，一年時間內，廣東省政府派出4258個監查和審計組，調查了9913家企業。上千人被解職或

降職。在被逮捕的大量人員中，有省人民代表大會的兩名副主席，深圳法院院長和法院執行部副主任，惠州公安局局長，惠來縣武警長官。在臭名昭著的湛江走私案中，集體腐敗涉及兩百多名政府官員，12名司局級幹部和四名部級領導。湛江海關總署署長被判死刑，另有25人受到懲處，包括湛江市委書記。

(五) 溫故為知新

廣東省化解金融危機“三步走”，在砍樹救林的意義上，取得極大成功。然而，“三步走”涉及和暴露出的深層次問題，值得高度重視。廣東蔓延全省的支付危機，表明中國的經濟穩定，遠比大多數人想像的脆弱。脆弱性的核心是金融體系。廣東省經濟依賴出口和外資，在全國所佔的高額比例，反映出廣東經濟的脆弱性，同時也是中國經濟的脆弱性。2000年，中國進出口相當於GDP的44%（美國和日本都不到20%），出口相當於GDP的23%。外商投資企業佔中國進出口的50%，佔出口的48%。⁷⁰在這樣依賴外資和出口的經濟基礎上，考慮到中國包括國投、紅籌、農村信用社、重組成城市商業銀行的城信社在內的整個金融系統，長期積累、並且還在高速生產的高額壞帳；考慮到中央政府曾經大力清理、結果不得不放棄清理的企業之間相互拖欠天文數字的“三角債”；考慮到國有主力銀行系統到處存在的“帳外帳”，此起彼伏的非法集資，聳人聽聞的金融腐敗和金融犯罪及其向國家政權的迅猛滲透；索羅斯發出人民幣可兌換、中國金融可能崩潰的警告，決非故意誇張。即便是人民幣不可兌換，到處發生擠提和請願的支付危機，也夠政府忙活的了。金融危機發生、發展、傳播速度之快，是金融行業的獨特之處，完全不同於物質生產行業的週期性漲落。金融危機之“森林大火”，隨大火產生大風、大風加強大火地

⁷⁰ 《中國統計年鑒2001》第49、586、601頁。

自我強化循環，能夠把國際金融風暴迅速轉變成國內支付危機，再向整個社會傳遞群眾性的信用危機，危及社會和政治穩定。亞洲金融風暴，亞洲其他國家和地區，為全球金融一體自由化，付出昂貴的學費。其中，印度尼西亞金融危機 → 經濟危機 → 社會動蕩 → 政權顛覆 → 國家分裂，一步一個腳印的教訓，創劇痛深。⁷¹ 中國大陸靠人民幣不完全可兌換躲過一劫，廣東省化解金融危機“三步走”，還是為中國金融改革的學費，付了一筆“砍樹救林”的單。這一單，雖然稱不上是“不幸中之大幸”，卻也決不便宜。

中國金融體制改革還在大踏步挺進。如果說政治改革的方向和時機，具有更大的選擇餘地，經濟發展一分鐘也不可能停下來。中國加入WTO，貿易和外商直接投資的開放軌跡已成定局，高度（如果不是過高）開放的經濟，自然使進一步的改革開放，從國際、國內兩個方面，日益集中到以金融為主的服務業。香港的經濟困境，促使大陸與香港加強金融合作。2002年6月，開放外商證券投資的有關政策陸續出臺，人民幣資本項目可兌換是早晚的事情。中國金融融入全球金融一體自由化的時代潮流，不可逆轉。如今，中國大陸成為全世界最後一塊沒有遭受金融危機洗劫的處女地。⁷² 20多年經濟持續高速增長，積聚了鉅額金融資產和鉅額銀行壞帳，國際金融大鱷磨牙舔舌，垂涎欲滴。在這個歷史性關頭，重新回顧廣東化解金融危機所付出的鉅大努力和不菲代價，充分理解“三步走”所包含的豐富內容和提出的嚴重警示，具有特殊迫切的現實意義。

⁷¹ 梁曉：〈蘇哈托垮臺的國際壓力〉，粵海金融控股研究部：《香港聯繫匯率保衛戰》第163~178頁。

⁷² 一頭是因為美元霸權，美國不會發生貨幣形態的金融危機；一頭是非洲經濟落後，金融資產欠發育，不值得發生金融危機。中間從歐洲發達國家到拉美、東亞發展中國家，包括俄羅斯和東歐國家，80年代金融自由化以來，已經統統遭受過金融危機的洗劫，有的還不止一趟。推薦曉曉〈投機賭博新經濟的挑戰〉，文中有“等待中國的金融危機”一節（《香港傳真》No.2002~13）。

附錄：

主要訪談名單

2000年10月廣州調研

- 王岐山：國務院經濟體制改革辦公室主任，原廣東省常務副省長
武捷思：廣東控股有限公司董事長，原廣東省省長助理
董宏：國務院經濟體制改革辦公室產業司司長，原廣東省政府副秘書長、經濟發展研究中心主任
劉志強：原廣東發展銀行行長，董事
溫湛濱：廣東發展銀行辦公室秘書
朱勇：原廣國投副總經理
寇鐵英：原廣國投計劃財務部經理
陳革：原廣國投資產辦公室主任、人事部經理
楊青山：廣東省司法學會秘書長、廣國投破產清算組副組長
黃雄：廣東省高級法院經濟庭副庭長、廣國投破產案合議庭審判長
王建平：廣東省高級法院經濟庭助審員、廣國投破產案合議庭成員
許建華：廣發證券有限責任公司結構管理部副總經理
董光顯：孖士打律師行合夥人（Terence K. S. Tung：Partner of Johnson Stokes & Master）
譚美鳳：孖士打律師行律師（Tammie M. F. Tam：Solicitor of Johnson Stokes & Master）
陳錦雯：孖士打律師行律師（Emma K. M. Chan：Solicitor of Johnson Stokes & Master）
蔡廷基：畢馬威會計師事務所合夥人（Louie T. K. Choi：Partner of KPMG）
曾亦君：君信律師行合夥人
淡凌：君信律師行律師
丘力：國家外匯管理局廣州分局科長

2000年11月北京調研

- 李劍閣：國務院經濟體制改革辦公室副主任
宋大涵：國務院法制辦公室副主任
秦曉：招商集團董事長，原中國國際信託投資公司副董事長、總經理
李小雪：證券監督管理委員會上市公司監管部主任
葛毅：證券監督管理委員會上市公司監管部幹部
胡舒立：《財經》雜誌主編
張繼偉：《財經》雜誌資深記者
肖夢：《經濟社會體制比較》雜誌副主編
王衛國：政法大學經濟法系主任，法學教授
肖鋼：中國人民銀行副行長
蔣超良：中國人民銀行行長助理，原人民銀行廣東分行行長
高傳捷：中國人民銀行非銀行金融機構監管司副司長
霍康：中國國際金融有限公司董事總經理（Carl Walter）

2000年4月香港調研

- 康典：時瑞投資管理有限公司董事長（前粵海集團董事副總經理、前廣南集團董事長、前粵海投資執行副主席）
武捷思：廣東控股有限公司董事長
斯蒂夫：高盛（亞洲）有限責任公司董事總經理（Steven Shafran：Managing Director of Goldman Sachs（Asia）L.L.C.）
王學明：高盛（亞洲）有限責任公司董事總經理（Hsueh-ming Wang：Managing Director of Goldman Sachs（Asia）L.L.C.）
李方：高盛（亞洲）有限責任公司助理（Brian F. Li：Associate of Goldman Sachs（Asia）L.L.C.）
盧奕基：香港警務處商業罪案調查科總警司（Lo Yik-kee：Chief Superintendent of Hong Kong Police Force Commercial Crime Bureau）
錢曾琪：香港廉政公署執行處總調查主任（Brian Chin LL.B.：Chief Investigator of Independent Commission Against Corruption Operation Department）

李俊生：香港廉政公署執行處處長（Francis C.S. LEE：Director of Investigation, Independent Commission Against Corruption Operation Department）

霍廣文：香港聯合交易所行政總裁，香港交易及結算所有限公司副營運總裁（Lawrence Fok：Deputy Chief Operation Officer Chief Executive of Hong Kong Exchanges and Clearing Limited，Chief Executive of The Stock Exchange of Hong Kong）

李國寶：東亞銀行有限公司主席兼行政總裁，原廣南控股獨立董事

余學強：東亞銀行有限公司總經理兼中國業務總部主管（Raymond H. K. Yu）

陳棋昌：東亞銀行有限公司執行董事兼副行政總裁（Chan Kay—Cheung：Executive Director & Deputy Chief Executive，The Bank of East Asia，Limited）

繆志多：東亞銀行有限公司信貸主管（Johnny C. D. Mao：Head of Credit，The Bank of East Asia，Limited FCCA，FHKSA，FTIHK）

黃慧儀：伯樂公司總經理（Louisa Wong Rousseau：Managing Director of Bó Lè Associates Ltd.）

任克英：貝爾斯登亞洲有限公司投資銀行高級常務董事（Margaret Ren：Senior Managing Director of Bear Stearns Asia Limited Investment Banking）

白泰德：《南華早報》出版有限公司副董事長（Thaddeus T. Beczak：Executive Director of Kerry Holdings Limited，Deputy Chairman of South China Morning Post（Holdings）Limited）

王向偉：《南華早報》出版有限公司編輯部中國版編輯（Wang Xiangwei：China Editor of South China Morning Post Publishers Limited Editorial Department）

何潮輝：畢馬威會計師事務所合夥人（Dominic C.F. Ho：Partner of KPMG）

麥偉熊：美國謝爾曼·思特靈律師事務所律師（Robert H. Mackinnon：American Lawyers of Shearman & Sterling）

2001年1月廣州、恩平、汕頭、深圳調研

董宏：國務院經濟體制改革辦公室產業司司長，原廣東省政府副秘書長、經濟發展研究中心主任

張建游：中國銀行廣州分行行長

許建華：中國銀行廣州分行行長辦公室副主任
劉媛元：中國銀行廣州分行行長辦公室文員
張光華：中國人民銀行廣州分行副行長
鄧北生：廣東華僑信託投資公司副董事長、總經理
王少先：中國建設銀行廣東省分行人力資源處處長
吳大雄：廣東省經濟發展研究中心《廣東經濟》雜誌社編輯部主任
梁君明：中共恩平市委常委、秘書長
許金遠：中共恩平市委調研室副主任
鄭耀強：恩平市副秘書長、辦公室副主任
梁兆文：中國建設銀行江門市分行駐恩平辦事處副主任
李太悟：汕頭市接待處科長
錢燕群：廣國投清算組駐深圳公司負責人
劉亞彬：君信律師行律師（駐廣國投深圳公司）
董壘：君信律師行律師（駐廣國投深圳公司）