

西南财经大学是教育部直属的重点高等院校和全国“211工程”重点建设的大学。在长期的办学过程中，始终坚持科研服务于中国经济建设的宗旨。ZHONGGUO JINGJI GAIGE YU FAZHAN YANJIU BAOGAO ZHAO DEWU XU DECHANG ZHUBIAN XINAN CAIJING DAXUE CHUBANSHE

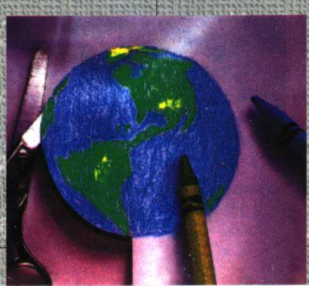
2003年卷 赵德武 许德昌 主编

△西南财经大学出版社

中国经济改革与发展研究报告

新世纪，学校适应我国加入世界贸易组织及社会经济发展的新形势，积极组织教师和研究人員承担国家和省部级课题。2000年以来，我校共承担国家社会科学基金、国家自然科学基金课题32项，教育部、财政部、农业部、国家统计局、四川省哲学社会科学规划项目等省部级课题89项，受联合国开发计划署、成都市、德阳市等地方政府或企业委托承担项目18项，学校承担省部级课题75项。截至2003年6月，已完成研究报告70余项，出版专著11部。据不完全统计，阶段性成果中有200余篇论文在国内外核心期刊公开发表。为集中反映新世纪两年多来我校经济学研究的情况，我们在（限于篇幅，入选研究报告均有删减）汇集成本书。这些研究报告涉及“论增进中国资本市场效率”、“货币替代、资产价格与金融稳定”、“不确定性条件下我国企业投资的资本管理理论”、“医疗保险风险管理的系统方法研究”等对我国经济建设发展具有重要意义的理论与应用问题的探索与思考，又有“农村金融实证研究”、“中西部地区农村金融发展”、“劳动力外出打工对农民收入影响的跟踪监测”、“我国退休制度与养老保险制度改革”、“四川经济跨越式发展总体战略构想与实施步骤”等实证研究和对策建议。

本报告集所收集的均是课题及学校重点课题的研究认识。由于改革的逐步深入，现在看来难免有些局限和不足之处，敬请



国家级、省部级、各类横向担者对当时经济改革实践的指正。

本研究报告集的出版得到西南财经大学“211工程”建设项目经费资助

ZHONGGUO JINGJI
GAIGE YU FAZHAN YANJIU BAOGAO
ZHAO DEWU XU DECHANG ZHUBIAN
XINAN CAIJING DAXUE
CHUBANSHE

中国经济 改革与发展研究报告

主编： 赵德武 许德昌

西南财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

中国经济改革与发展研究报告(2003 年卷)/赵德武,许德昌主著. —成都:西南财经大学出版社,2004.10

ISBN 7-81088-193-0

I. 中... II. ①赵...②许... III. ①经济改革—研究报告—中国
②经济发展—研究报告—中国 IV. F12

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 002844 号

中国经济改革与发展研究报告(2003 年卷)

主编 赵德武 许德昌

责任编辑:张明星 熊永根 李玉斗

封面设计:穆志坚

出版发行:	西南财经大学出版社(四川省成都市光华村街 55 号)
网 址:	http://www.xcpress.com/
电子邮件:	xcpress@mail.sc.cninfo.net
邮政编码:	610074
电 话:	028-87353785 87352368
印 刷:	四川机投印务有限公司
开 本:	850mm×1168mm 1/16
印 张:	27.375
字 数:	650 千字
版 次:	2004 年 10 月第 1 版
印 次:	2004 年 10 月第 1 次印刷
印 数:	1—1000 册
书 号:	ISBN 7-81088-193-0/F·170
定 价:	39.80 元

1. 如有印刷、装订等差错,可向本社发行部调换。

2. 版权所有,翻印必究。

中国经济改革与发展研究报告(2003 年卷)

编委会

主编:赵德武 许德昌

编委成员:(按姓氏笔画为序)

史代敏 刘成玉 孙疆明 朱明熙

李一鸣 卓 志 陈野华 易敏利

胡小平 倪克勤 高晋康 姜玉梅

曾 荻 傅代国

编辑:谢 波 明海峰

前 言

西南财经大学是教育部直属的重点高等财经院校和国家“211工程”重点建设大学。在长期的办学过程中,始终坚持科研服务于中国经济建设的宗旨。学校现已形成以经济学和管理学学科为主体、以金融为重点,其他学科协调发展,经、管、法、文、理、工相结合的办学特色,成为国家金融、经济部门高水平经济管理人才培养的重要基地,国家金融、西部经济建设与社会发展重要问题的研究基地,四川省以及西南地区经济与管理科学的国内外学术交流中心。学校充分发挥金融研究和经济体制改革研究两大科研优势,坚持“学术兴校、科研强校”,基本形成了“服务金融和国家经济改革,振兴地方经济”的研究特色,是我国金融行业和西南地区经济研究的重要力量。改革开放以来,学校取得科研成果近万项,完成了400余项国家和省(部)级重要研究课题,获得国家级、省(部)级科研成果奖230余项。

在新世纪,学校适应我国加入世贸组织及社会经济发展的新形势,积极组织教师和研究人員承担各级、各类科研课题。2000年以来,我校共承担国家社会科学基金、国家自然科学基金课题32项,教育部、财政部、农业部、国家统计局、国家体育总局、四川省哲学社科规划项目等省部级课题89项,受联合国粮农组织和成都市、德阳市等地方政府或企业委托承担项目18项,学校“211工程”建设项目和校管课题75项。截至2003年6月,已完成研究项目95项,出版专著11部。据不完全统计,阶段性成果中有200余篇论文在国内核心期刊公开发表。

为集中反映新世纪两年多来我校教师从事科学研究的情况,我们在以研究报告结项的70余项课题中选择了40项(限于篇幅,入选研究报告均有删减)汇集成本书。这些研究报告内容既涉及“论增进中国资本市场效率”、“货币替代、资产价格与货币政策有效性”、“不确定性条件下我国企业投资的资本管理理论和模型研究”、“医疗保险风险管理的系统方法研究”等对我国经济建设和发展中理论问题的探索与思考,又有“农村金融实证研究”、“中西部地区农村劳动力外出打工对农民收入影响的跟踪监测”、“我国退休制度改革的政策思路”、“四川经济跨越式发展总体战略构想与实施步骤”等实际问题的实证研究和对策建议。

本报告集所收集的均是2000~2002年度国家级、省部级、各类横向课题及学校重点课题的研究成果,反映了承担者对当时经济改革实践的认识。由于改革的逐步深入和掌握资料的有限性,现在看来难免有些偏颇和不足之处,敬请理论界和实际部门的同志给予指正。

编 者
2004年5月

目 录

财政金融研究

- 论增进中国资本市场效率 中国金融中心课题组 (3)
- 货币替代、资产价格与货币政策有效性 邓乐平 冯用富 孙丛海 晋重文 (9)
- 不确定性条件下我国企业投资的资本管理理论和模型研究 黎 实 (22)
- 农村金融实证研究——农村信用社调查意问卷分析 王裕国 胡小平 李燕君 (34)
- 西部生态环境建设与国际金融组织贷款项目研究 张 明 (42)
- 基金业绩评价方法与实证分析 郭建军 (58)
- 机构投资者与我国证券市场发展研究 慕刘伟 谢 恒 马伯东 (74)
- 我国退休制度改革的政策思路 林 义 (81)
- 健全与完善中国保险立法体系——基于欧美国家保险立法体系
的分析与启示 孙 蓉 (91)
- 医疗保险风险管理的系统方法研究 陈 滔 (100)
- 四川省泥石流灾害保险的风险分析研究 刘 丽 王建忠 (108)
- 天然林保护工程中的政府职能与财政政策研究 周小林 (118)
- 电子商务税收理念与制度研究 尹音频 刘 科 (135)
- 经济体制转型与政府投资 程 谦 (148)
- 四川省经济跨越式发展与财政政策支持问题研究 王国清 吕 伟 (156)
- 西部大开发过程中税收制度的规范调整 刘 蓉 周克清 颜晓玲 (166)
- 经济全球化趋势下人民币汇率机制的改革创新 姜 凌 韩 璐 (173)

工商管理研究

- 企业资产重组中的有关会计问题研究 蔡 春 (187)
- 战略成本管理及其应用研究 傅代国 (198)
- 电子商务环境下的会计与审计研究 李卫东 (207)
- 资本市场中舞弊行为的审计策略 黎仁华 (216)
- 电子商务中的供应链管理 with 第三方物流研究 张剑渝 翁智刚 (226)

区域经济与产业经济研究

- 四川省非公有制经济健康发展问题研究 徐 芳 (237)
- 四川乡镇企业实现第二次创业的可行性及方略研究 刘成玉 (246)
- 提高外贸依存度, 推动四川省的国民经济实现跨越式发展 潘德平 (255)
- 四川经济跨越式发展总体战略构想与实施步骤 赵 曦 (263)
- WTO 框架下攀西农业竞争力培育 胡小平 尹志超 (276)
- 西部大开发政策下川台两地产业合作的研究 陈丽丽 (285)
- 西部大开发战略新论 纪尽善 (293)
- 加入 WTO 后四川农村工业发展的对策 刘华富 尹志超 (300)
- WTO 框架下四川产业结构调整的对策研究 李永禄 (310)
- 中西部地区农村劳动力外出打工对农民收入影响的跟踪监测 葛云伦 (322)
- 对四川利用跨国并购资本招商引资的探索 尹忠明 (329)

法学、信息与人力资源研究

- 试论公司治理与法人犯罪的关系——一个公司法的新视角
..... 高晋康 黄贤福 杜 军 杨春禧 (337)
- 中国刑事诉讼制度改革跟踪调查研究 汤火箭 (347)
- 停车场与车主间的法律关系探析 杜 军 高晋康 (357)
- 成都市企业生产经营过程中证照办理情况调查及对策研究
..... 姜玉梅 葛云伦 章 群 (371)
- 中国劳动力市场培育与再就业问题研究——对四川传统工业城市的实证分析
..... 刘家强等 (380)
- 下岗转失业难点与对策研究 申晓梅 (393)
- 衡量城市居民生活质量指标体系的探讨 张照贵 (403)
- 网络环境下西部地区信息资源共建共享体系研究 陈益刚 (415)
- 经济统计专业课程体系及教学内容改革研究 统计学院课题组 (424)

财政金融研究

论增进中国资本市场效率

中国金融中心课题组^①

资本市场有效性或效率，并不直接等同于经济效率。但有效的资本市场，意味着在给定约束条件下，能够为相关资产确定合理的市场价值或价格，从而引导实物资产合理的重组或资源优化配置。在一个资产充分证券化的经济条件下，合理的资产定价是资源优化配置的必要条件。交易者能够获得多大回报决定资源将向什么方向流动。在什么条件下及如何实现资源的重新配置和重新组合，取决于资产的价格。如果资产价格过高，就会由于其流动及与其他资产组合受到限制而得不到有效利用，如果资产定价过低，则会导致对资产的滥用，损害资产所有者利益。

资本市场有效性对国有资产战略性重组（实际上也是资源配置问题）有重要意义，国有经济有进有退的战略调整是搞活国有企业，增进国有企业效率的不可缺少的手段。但是，这种调整和重组必须以相关国有资产的合理定价为条件。定价过高，资产不能流动，不能实现重组战略；定价过低，则会导致国有资产流失。而且，在这个过程中，不但会导致优质资产不能实现与优秀企业家的结合，还会导致资产的滥用。因此，有效的资本市场为相关资产合理定价，对于优化资产重组，搞活国有企业有重要意义。

本报告^②将从构建竞争性市场结构的视角，提出增进我国资本市场效率的思路。

一、增进市场流动性

增进市场流动性，是构造竞争性市场结构的重要环节。只有在一个高度流动性的市场，套利活动才能充分展开，并在这个过程中使相关因素进入证券价格。

（一）扩大证券市场证券工具

根据市场需要不断地增加上市交易证券工具的品种，形成不同风险、期限、收益、权利结构，具有连续选择性的交易工具，是市场参与者充分利用相关信息进行连续套利，并在这个过程中将信息反映到市场价格上。为此，既要丰富现有的交易品种，又要鼓励证券工具创新、研究、开发，并在条件成熟时适当推出一些新的证券工具。

1. 调整目前已经上市交易的股票、债券和基金

首先，要尽快下决心结束股票市场的分割局面，逐步实现国有股流通和 A、B 股合并。可考虑将国家股转化成可转换普通股的优先股，将法人股转化为流通股，改变股权分割和股市分割的局面，将股票只分为优先股、普通股两大类。目前国有股上市工作已经开展，但短期内难以全部

^① 课题组成员：曾康霖、杨晓维、徐加根、仲崇岗。

^② 本文摘自 2001 年结题的国家社科基金课题《市场经济条件下的中国资本市场效率与结构》。

解决,十个试点的上市公司 1999 年末才解决两家,2000 年至今还没有进一步的动作。国有股减持的工作还很漫长,在这种情况下,可以试行国有股的协议转让,协议转让的范围不应限定在国有法人之内,而应包括所有法人。其次,扩大企业债券在企业资产结构中的比重,并相应地将更多的企业债券推向市场,扩大债券交易规模。中国债券市场明显落后于股票市场,一个重要的原因是债券流通市场没有建立。

2. 应鼓励证券工具创新,扩大证券市场交易工具的品种

可以逐步考虑其他交易工具如可转换公司债、优先股等进入市场交易。还应该研究一些衍生证券工具,如股票指数期货等,为条件成熟时逐步推向市场作准备。这样一方面因增加交易品种类而增强市场流动性和替代性,提高筹资者和证券机构的竞争性,另一方面投资者在丰富的投资品种条件下有充分的选择自由,可以有选择地进行证券资产的投资组合管理,通过资产多样化和分散化来降低投资风险。

(二) 放宽市场准入

中国证券市场发展较晚,市场厚度不足,目前进行一定的限制有其合理性。但混业经营是全球金融发展的趋势,放松证券业务准入限制只是时间和次序问题。证券业不可能脱离银行业、保险业、信托业而独立存在,中国证券市场也不能脱离全球资本市场而独立存在,否则,中国证券市场将永远不可能发育成熟。对证券业的过度干预,只会阻碍证券市场的健康发展。放松准入限制,一方面是针对国内各类投资者而言的,即逐步允许银行资金、保险资金、企业资金等进入证券市场。这方面的行动已经展开,如股票质押贷款、券商进入银行同业拆借市场、保险基金入市、向战略投资者如三类企业的配售等。另一方面是证券市场针对国外投资者开放,即中国证券市场的国际化进程。目前这方面的工作才开始,如 1999 年 11 月 15 日,中美就中国加入 WTO 事宜达成双方协议,在证券市场开放方面,允许组建中外合资基金,并允许外方拥有 13% 的股份,两年后可达到 49%。

(三) 改善交易方式

1. 发展多层次、覆盖区域广的证券交易市场

目前偏狭的证券交易市场不仅将许多证券交易品排斥在外,也使许多潜在交易者难以进入市场进行交易。缺乏多样化交易品种和广泛资金来源的市场必然缺乏流动性。多层次市场包括二级市场、三级市场甚至四级市场,在我国表现为以深、沪两个全国性正式交易所为核心,以区域性证券交易中心、产权交易中心和 NET 系统、STAQ 系统等非正式的场外交易为辅助的多层次结构。当然以上的证券交易市场业已存在,只是需要充分发展起来。应该进一步将交易网络扩展,覆盖全国各个角落,既包括不同所有制企业,又包括广大的农村。农村居民虽然证券投资意识不强,但也是潜在的可培育的投资主体。此外,增设全国性证券交易市场也是众心所向的设想。

国债市场方面,在统一的国债托管不表算结算了系统的基础上,加紧直辖市各交易所之间的工作和有关技术系统的开发建设,在能够有效控制债券卖空的前提下,重新启动国债交易场外市场,形成合理的分工。大量小额的、分散的投资者的交易主要通过场外市场进行,场内则主要进行机构间的大宗买卖,并允许机构交易商在场外一定技术系统的支持下进行一对一的交易。

在建立国债场外交易市场的同时,还应当建立联系自营商之间的经纪人制度,增加场外交易

的透明度和竞争性,也使得自营商为调剂柜台交易头寸而买卖债券时有多种选择,既可以到场内交易,也可以在场外利用同业经纪人的网络寻找大宗交易对象。同时发展场外交易做市商制度,以维持市场秩序,增强国债市场的流动性。

根据经济发展的需要,逐步建立分层次的证券交易市场,可以有全国性、地方性证券交易所,还可有场外市场。要将目前深圳、上海两地的证券所改造成真正意义上的全国性的证券交易所。将已经存在的STAQ和NETS市场合并,改造为电脑屏幕交易市场,对中小企业及新兴高科技企业融资。

2. 建立做市商制度

目前深沪交易所实行的是委托指令驱动模式,采用世界上最先进的自动化交易系统,电脑主机自动撮合成交。但由于证券价格流动幅度大,往往使交易双方由于出价和要价差距太大而无法成交,降低了成交速度,导致证券交易流动性滞缓和连续性中断。因此,有必要在股票交易系统建立做市商制度,与现有的委托指令驱动模式相结合。当买卖双方报价相差太多,供需暂时不平衡时,做市商必须用自己的资金以稍高的买价和稍低的卖价负责交易他们负责的股票,使交易能顺利进行,从而提高交易速度和市场流动性。目前正在酝酿风险投资的二板市场,许多业内人士认为这个市场应该效法NASDAQ,实行报价驱动交易模式,这种交易机制更需要健全的做市商制度,对做市商的要求也更高。

(四) 降低直接交易费用

降低证券市场直接交易费用,会增进市场流动性。

1. 改进交易佣金制度

可以考虑将单一佣金制改为区间浮动制,制定交易佣金的上、下限,在区间(例如:0.20%~0.35%)内允许券商自由竞争,用市场机制来促成交易成本降低。

2. 完善证券交易税制

首先将对交易双方双向征收的印花税一分为二:一是开征证券交易税这种行为税,只对卖方征收;二是保留印花税,只对买方征收。前者税率略高于后者,可以起到一定的抑制投机作用。其次,对转让证券所得征收所得税。为鼓励投资抑制投机,可以按照投资期长短适用不同税率,投资期长的适用低税率。如果对股息和红利征收所得税的话,那么对存款利息也要同样征收所得税,对国债利息按国际惯例可以免征。这样不但保证了投资者的公平税负,也有助于促进证券市场的发展。

3. 适度放宽全额保证金制度

在普遍缺乏商业信用的条件下,全额保证金制度在防范风险方面有重要作用。但随着信息关系的发展,证券监管手段的加强,可以考虑放宽全额保证金制度,例如规定证券保证金最低比例、强制结算制等,降低直接交易费用。

二、降低信息成本

完善公开信息披露制度和提高信息处理能力,是降低信息成本的重要途径。

(一) 信息披露

信息公开化披露制度对于降低信息成本有重要意义。为了通过住处公开披露使交易及时、准确地获得更全面的相关信息,降低信息成本,一方面应继续完善有关规定,如一些细节进一步明确化、规范化,使能够公开披露的信息尽可能地公开。更重要的是,通过一系列法律和行政手段,严格执行有关规定。为此:

1. 思想上明确认识

证券监管机构的直接责任是保证证券市场在公平、公开和公正基础上的正常、有序、高效运行。只有通过有效的资本市场运作,才有可能在资本市场健康发展的过程中优化资源配置,将社会资金配置到真正需要、且能最有效运用资金的国有、非国有企业,从而增进企业绩效,提高经济效率。如果证券监管当局不能保证资本市场的有效运行,最终必将损害作为一个整体的国有企业利益,降低整个经济的资源配置效率。

2. 能否生成真实、准确的住处还要靠专业人员的规范化工作

投资者在很大程度上靠注册会计师提供的住处进行决策,因此注册会计师审计意见的可靠性、权威性对市场参与者的行为有重要影响。必须有一个完整的注册师执业规范体系,提高注册会计师业务素质和执业水平,在客观、独立的立场上对公司会计报表进行审计、查证、核实,出具客观公正的审计意见,保证财务报表的公允性和可信性。

保证公开披露信息的真实性,可能最重要的是对提供不真实信息的相关人员如会计师、律师和相关企业主管人员的惩罚。实际上,很多不真实的信息,特别虚假信息并非相关人员缺乏相应知识,而往往是一种故意行为。通过严厉的惩罚,加大提供虚假信息的成本,可能是杜绝这种故意行为、完善住处披露制度最为重要的环节。

(二) 信息处理

为提高信息处理能力,可以考虑:

1. 建立证券投资咨询制度

建立证券投资咨询制度,由专业机构为证券投资者咨询服务。为保证证券咨询人员持客观、公正立场提供高效的服务,证券咨询制度通过严格的资格管理和执业管理,以使证券投资咨询机构提供的投资分析、预测和建议等住处的客观性和公正性。通常应该对咨询人员作如下要求:(1)要取得从业人员资格;必须具备相关业务知识,通过从业资格考试、从业记录和职业操守等方面的规定。(2)从业人员必须在专业咨询机构执业,机构必须满足必要的注册资本、足够的研究能力、健全的内部管理的要求。(3)执业行为的规范化要求,如咨询人员不得以虚假信息、市场传言和内幕消息作为依据向投资者提供投资分析、预测或建议。

2. 证券资信评级制度

这是一种对公开发行的证券质量进行评价,测定该证券投资价格的一种信息制度。资信评级对象主要是债券。证券资信评级将发行人的信用状况传递给投资者,尽可能消除信息的不对称,保护投资者免受因信息不足而产生的损失。虽然发行人推销债券时也会披露一些信息,但一般投资者没有解读它们的专业和技术,况且资信评级尚需要更深入的调查。为保证评级的公正,评级机构要保持独立性和中立性,尽量不在人员和资金方面与相关利益的各方发生关系。

三、培育理性交易者

(一) 加强对证券中介机构的管理

继续巩固国债一级自营商制度，修订 1993 年《国债一级自营商管理暂行办法》，强调国债一级自营商在国债市场中的责任，并及时做好一级自营商一年一度的复审和社会公告工作。在股票市场方面，继续根据《证券投资基金管理办法》规定的标准和程序组建规范的证券投资基金，同时严格执行和审查一月一次的投资基金业绩公告。对于管理水平落后、操作不规范的投资基金管理公司，应依照《证券投资基金管理办法》的规定取消其受托资格，更换投资基金管理公司，保证证券投资基金管理公司的规范操作和提高管理水平。

市场主管部门应当强化对证券市场中出现的操纵市场、内幕交易、虚假陈述等违规现象的处罚，防止各种违规行为扰乱市场秩序，影响市场效率。对证券市场中出现的违法违规行为，必须严格依照《刑法》和有关管理办法的规定，坚决予以处罚，以维持市场声誉。建立健全证券法规体系，以法律形式规范上市公司、证券商及投资者的行为，是股市稳步发展的保障。在《证券法》出台后，应严格执法。

(二) 培育理性的机构投资者

机构投资者，即利用不确定的社会闲散资金，募集一定规模的信托基金、保险基金等进行投资的机构。如保险公司、投资基金、投资公司、信托投资公司等专业投资机构。机构投资者采取专家理财，根据与投资者商定的投资方向和策略，把集中的资金适当分散投资于多种证券及其他证券商品，即根据对证券商品的各自特征、市场机遇与风险的分析等等，进行品种和期限、收益与风险的配比，形成最佳的证券商品组合，以尽可能实现投资的收益极大化。机构投资者具有相当雄厚的资金实力和长期投资经验，它的形成、发展有利于增加证券市场的需求，扩大证券市场的规模，维护证券市场的稳定。

机构投资者的投资组合模型的目标函数是“合理分布”。最为典型的是指数股，它们所投入的比例与该股在指数中所占的比例是一致的。机构投资者多是代人理财，他们既不是那种失去理性的赌徒，也不可能有超乎常人的神机妙算。在一般情况下，他们手中绝大部分资金的流向是有规律的。机构投资者往往采取“购买——持有”策略，其股权购买频率问题比证券市场股权平均购买频率高，而它们的股权售卖频率又比市场的平均售卖频率低。例如 1980 年，英国股票市场平均股权购买频率为 18.5%，而养老基金的平均股权购买频率为 19.6%；市场的平均售卖频率为 18.5%，而养老基金的股权售卖频率仅为 11.5%。若假定股权售卖频率为 20% 的股权持有期为 5 年，那么经过相应换算，养老基金的股权持有期为 8.7 年，而市场平均持有期为 5.4 年。对于散户来说，它们的股权售卖频率往往高于市场平均售卖频率，而股权购买频率则低于市场信息平均购买频率。由此可见，机构投资者在一国证券市场中占的比重越大，则其融资机能及其稳定性越强，融资机能发挥的作用越大。反之，散户占的比重越大，则其股价波动性越强，稳定性越差，给企业在证券市场上融资带来的不利影响也越大。

由于历史和制度的原因，我国股票市场还缺乏形成以机构投资者为主体的基础，传统的机构投资者如养老基金、个人信托基金等在我国目前并没有形成一定的规模。目前我国的社会保障体

系已不断发展和壮大。从基金的比重来看,目前养老保险占社会保险的65%左右。商业保险呈现强有力的发展势头,1996年中保集团实现保费收入634亿元,比上年增长25.3%;太平洋保险公司保费收入98.20亿元,比上年增长48.41%;平安保险公司保费收入达100亿元,比上年增长82%,其他保险公司的业绩也有显著的增长^①。但是相信随着社会主义市场经济体制在我国的建立和不断完善,机构投资者将会逐渐成为我国股票市场投资者的主流。

吸引大量机构投资者,如养老基金、保险基金、投资基金等进入证券市场,一方面为证券市场注入了一笔较为稳定的资金,提供了一些新的证券化工具,因而增加了证券市场厚度,增强抵御风险能力;另一方面,机构投资相对个人投资者而言,有长远投资计划、专业投资能力和分散风险能力,能使整个证券市场风险趋向降低,个人投资者也可通过证券市场投资基金等来分享专业化带来的收益,却减少了本应相随的投资风险。机构投资者力量的壮大,将使中国证券市场的交易体制发生深刻的变化,即由营业部体制转变为经纪人体制,由中小投资者为主体转变为机构投资者为主体。

四、改革证券发行制度

当前证券监管当局对证券发行制度已有所改进,由审查制改为核准制,虽然还是实质性审查制度,但已是一大进步了。证券发行的目标体制应该是市场化发行体制,在这一漫长的进程中,应逐步建立信息公开与实质性审查相结合的证券发行制度。证券当局在放弃已经作用不大的间接融资规模控制之后,应该考虑逐步放弃直接融资规模的控制,逐步让市场机制来主导市场的发展。

首先,在不放弃发行规模控制的前提下,将相机抉择模式改为单一规则模式。即制定一个稳定的年发规模增长率,不因证券市场短期运行状态而改变。这既反映出证券当局对证券市场有了长远规划的思考,又给投资者以稳定的预期,在这个住处被证券市场消化后就不会再扰动市场运行了。

其次,改革现有的上市及增、配股的行政审批制。证券管理当局对要求上市或增、配股的企业,只是结合信息公开制度进行基本资格审查,只要公司真实、准确地提供自己的财务信息等,即可获得可能的上市资格。政府在此过程中的职责是保证公司披露信息的准确和真实性,并对披露虚假模糊信息的企业予以法律制裁。但获得资格的企业是否上市或增、配股,应由证券交易所决定。这要相应地使证券交易所转变为企业,而不再是证券监管当局下属事业性机构。为了交易所本身的长期利益,竞争性的交易所必然会选择优质企业进入自己的市场交易。

最后,在发行价格上逐渐向证券发行市场化方向过渡。目前采取完全市场化的证券发行方式的条件还不成熟,应当对现有的证券发行方式,根据实践中执行的情况逐步加以完善,为最终过渡到市场化方式的证券发行制度创造条件。当前应该进一步放松发行市盈率的限制,以体现不同的上市公司内在价值上的区别,留给承销商与发行企业一定的协商空间,以促进双方加强对企业内在价值的研究。另一方面,放宽发行市盈率幅度也可有效消除我国发行市场上存在的新股申购预期超额回报率。

^① 《经济参考报》,1998年1月20日第8版。

货币替代、资产价格与货币政策有效性^①

中国金融研究中心 金融学院

深圳美浪特证券投资顾问公司 东海证券研发部

邓乐平 冯用富 孙丛海 晋重文

[内容摘要] 大多数国家都试图通过货币政策进行需求管理,以期达到对经济进行微调、熨平经济波动的目的。然而,货币政策的有效性却一直存在争议。一方面,在开放经济条件下的货币替代现象将影响货币政策的独立性和有效性;另一方面,随着金融资产的种类与数量不断扩张,整体经济呈现出“倒三角形”的态势,货币政策对资产价格波动的调节将受到约束。尤其是在中国特定的约束条件下,较高的股市预期收益率主要由高的风险报酬与高的交易成本来抵补,几个百分点的利率调节对股市上升中的高收益率和下跌中的深度套牢几乎没有任何作用。货币政策干预股市的波动是无效的。

[关键词] 货币中性 货币替代 资产价格 货币政策 有效性

一、货币政策有效性研究的学术传统

大多数国家都试图通过货币政策进行需求管理,以期对经济进行微调,熨平经济波动,然而,货币政策的有效性却一直存在争议。一般而言,货币政策是否有效取决于三个条件:第一,货币能否影响产出;第二,货币与产出之间是否存在稳定联系;第三,货币当局能否控制货币。因此,判断货币政策的有效性,首先必须分析货币能否影响产出。

有关货币能否影响产出或者说货币是否中性的论述可以追溯到古典货币数量论,其中包括了现金交易数量说和现金余额数量说。

1. 美国经济学家费雪于1911年提出了著名的交易方程式:

$$MV = PT$$

在费雪看来,交易方程式中的V和T在长期中都不受M变动影响。V是由制度因素所决定的,具体地说,它决定于人们的支付习惯、信用的发达程度、运输与通讯条件及其他因素。而T则取决于资本、劳动力及自然资源供给状况和生产技术水平等非货币因素。正是因为V和T都是独立于M而决定的,所以根据交易方程式,“货币量增加所产生的正常影响,就是引起一般物价水平的完全同比例的上升”。即货币不能影响产出,从而货币政策无效。

2. 现金余额数量说是马歇尔、庇古等剑桥派经济学家创立的。该学说认为,人们之所以保

^① 本文摘自2001年国家社会科学基金项目(批准号:01BJY095)最终成果。

持货币,是因为它们提供某些服务,其中主要是便利交易和预防意外。因此,个人持有货币越多越有利。但事实上,个人货币持有额却受到一系列因素的限制和影响。剑桥派经济学家从个人资产选择的角度,分析了决定货币需求的因素。但他们对此并没有作进一步的研究,而只是简单地假设倾向需求同人们的财富或名义收入保持一定的比率。这一比率取决于持有货币的机会成本和人们对未来的预期等因素。他们还假设整个经济的货币供给和货币需求会自动趋于均衡,于是可得下式:

$$M = KPY$$

这就是剑桥方程式最一般的形式。其中, M 代表货币存量,也就是所谓现金余额, Y 代表总产量, P 代表一般物价水平, K 代表货币量与国民收入的比率。如上所述,货币供给无论大于或者小于货币需求,都会自行得到调整。根据古典学派充分就业假设, Y 在短期内不变。为了恢复均衡,就要求 K 或 P 发生变动。如果 K 也不变,则 P 将与 M 作同方向、同比例的变动。也就是货币不能影响产出等实际经济变量,从而货币政策是无效的。

3. 1936 年,凯恩斯提出一种强调利率重要性的货币需求理论。他认为,货币需求是指特定时期公众能够而且愿意持有的货币是一,人们之所以需要持有货币,是因为人们对流动性的偏好,人们对货币的需求基于三种动机,即交易性动机、预防性动机和投机性动机。由于交易性动机和预防性动机均产生于货币和流通手段职能,所以凯恩斯将二者合称为交易性货币需求,与这相对应的是投机性货币需求。凯恩斯分析到,交易性货币需求是收入的增函数,即随着收入水平的增减,为满足这种需求所持有的实际货币数量将随之增减。投资性货币需求是利率的减函数,即利率上升,投机性货币需求将下降;利率下降,投机性货币需求将上升。由此,凯恩斯得出货币需求函数。

$$M_d/P = f(i, Y)$$

式中, M_d/P 为实际货币需求余额

i 为利率; Y 为实际收入

上述货币需求函数第一次明确指出了货币需求与利率之间的关系。在凯恩斯的理论体系中,货币正是通过利率对投资、产出等实际经济变量产生影响。可以看出凯恩斯认为货币政策可以影响产出,货币政策是有效的。但是,凯恩斯也指出,通过变动货币供应而控制利率的货币政策,在产业周期的两个特殊阶段即流动性陷阱和古典区域内是无效的。

4. 弗里德曼认为,货币作为资产形式之一,是持有财富的一种方式,是一种资本品。对消费者来说,货币能提供一系列劳务和效用。对企业来说,货币是一种资本品,能提供生产性效用。因此,人们对货币的需求与对其他物品和劳务的需求并没有本质的区别,因为它们都为人们提供了效用。根据消费者选择理论,弗里德曼认为,货币需求取决于以下因素:总财富、持有货币的机会成本、非人力财富在总财富中所占的比重、财富所有者对不同财富形式所提供效用的偏好。据此,弗里德曼提出了如下货币需求函数:

$$M = f(p, r_b - 1/r_b \cdot dr_b/dt, r_e + 1/p \cdot dp/dt - 1/r_e \cdot dr_e/dt, 1/p \cdot dp/dt, w, Y/r, u) \quad (4.1)$$

其中, M 是货币需求, p 是价格水平, r_b 、 r_e 、 r 分别表示债券市场利率、股票市场利率和