



HINA

中国经济发展 与证券市场实证研究

华夏证券研究所 编

- 宏观经济与证券市场
- 行业发展与证券市场
- 地区经济与证券市场

华夏证券研究文丛

石油工业出版社

序 言

中国证券市场发展7年来取得的巨大成就是有目共睹的。今天,沪深股市的上市公司已超过750家,投资者超过3000万人,股票总市值占国内生产总值的比重达到20%左右。应该说,去年召开的中国共产党第十五次全国代表大会有关股份制改革和证券市场发展的内容,既是对以往成就的充分肯定,又为今后工作的目标和任务指明了方向。我们尤其注意到,中央已经把国有企业建立现代企业制度与国有经济的战略性重组结合起来,力图在整体上提高国有经济的运行效率,促进经济增长方式的根本性转变。这就意味着,证券市场不仅要发挥筹集长期资本金的功能,更要发挥改造企业制度和优化资源配置的功能。只有在健全功能的基础上,我国证券市场才能具有持久的生命力,才能为中国经济发展作出更大的贡献。

作为证券市场的参与者,证券公司的命运与我国证券市场的发展变化紧密联系在一起。只有适应自身经营环境的变化,同时不断开拓创新,才能在日趋激烈的竞争中立于不败之地,这就对证券公司的研究工作提出了更高的要求。华夏证券作为全国性证券公司,现有营业机构90个,覆盖全国23个省市,员工近3000人,代理客户近100万人。公司的发展要求我们始终要把加强研究工作视为拓展自身业务、提高服务质量的重要手段。由华夏证券研究所牵头,公司主要业务部门和各地分支机构研究部门协调配合,共同构成的一个遍布全国的研究发展体系,其研究工作的宗旨和任务就在于让全国的广大投资者更好地了解我国的宏观经济形势、各地区经济发展和国企改革的情况,了解证券市场与上市公司的最新动向,从而真正为各地的投资者提供一流的服务。

正是本着这一宗旨,我们在1997年底开始了本书的策划工作。我们认为,证券市场是国民经济运行体系的有机组成部分,只有深入了解我国宏观经济及相关政策的取向,才能对证券市场的总体态势作出客观的分析;只有密切关注我国重点产业的发展动态,才能对该行业上市公司的投资价值作出准确的研判;只有在全面考察各地区经济发展现状的基础上,才能透析该地区上市公司的经营状况。为此,我们决定在本书中涵盖如下三方面内容:一、宏观经济与证券市场;二、行业发展与证券市场;三、地区经济与证券市场。第一部分对1998年我国宏观经济、财政金融政策、证券发行和交易市场、投资基金和国债市场等领域的运行趋势进行了分析预测;第二部分选择我们重点关注的13个行业及其上市公司进行了总体分析;第三部分主要介绍我国32个省(自治区)和直辖市的经济现状及区域内上市公司的现状。包括华夏证券研究所、投资银行部、交易部、基金部、经纪管理总部等主要业务部门和全国各地分支机构的研究人员均参与了本书的编撰工作,因此较为全面地反映了华夏证券研究工作的阶段性成果。我们欢迎各位读者对本书可能出现的错误提出质疑和指正,同时希望加强与证券同业在研究领域的交流与合作,共同提高,为我国证券市场和证券业的发展作出更大的贡献。

鉴于本书编撰人员付出的辛勤劳动和卓有成效的工作,我在此向所有参与本书写作及出版工作的同事们表示衷心的感谢,并希望此书对各位读者有所裨益。

华夏证券有限公司副总裁 林义相

1998年3月于北京

本书编写人员和单位

顾问：邵 淳
主 编：林义相
副主编：张后奇
编辑部人员：刘红胥 汪列平 董 晨 孙建冬 宋昌永 高 谦

参加编撰工作的公司部门和分支机构：

华夏证券研究所	华夏证券亚运村营业部
华夏证券交易部	华夏证券大连营业部
华夏证券经纪管理总部	华夏证券长春营业部
华夏证券国际业务部	华夏证券南京营业部
华夏证券投资银行部	华夏证券济南营业部
华夏证券基金部	华夏证券成都营业部
华夏证券交易管理办公室	华夏证券湖南营业部
华夏证券深圳分公司	华夏证券厦门营业部
华夏证券武汉分公司	华夏证券兰州营业部
华夏证券天津分公司	华夏证券海口营业部
华夏证券重庆分公司	华夏证券福州营业部

编撰人员(按姓氏笔划排序)：

万继龙	马 勇	仇彦英	王士明	王 伟	王 迅
叶 文	刘红胥	孙建冬	孙 健	孙 铤	孙鹏勃
朱朝阳	许 珺	何媛媛	宋昌永	宋振学	张后奇
张金晖	张 俊	李兆斌	李红梅	李英杰	李晓明
李 森	杜慷慷	杨 卫	汪列平	沈周翔	邱黎强
邵剑林	邹 翔	陆剑平	陈丽辉	陈 航	陈朝阳
林义相	郑宗伟	郑 煜	俞红珠	姚伟龙	战再军
施中华	洪 涛	祝立群	胡建军	胡晓冬	夏 刚
姬冠容	殷亦峰	钱卫东	钱宏伟	高 谦	曹 海
黄凯军	傅 伟	彭砚莘	温震宇	童学军	董志强
董 晨	谢德龙	戴瑞燕			

序言

宏观经济与证券市场

- 走向低谷,还是走出谷底
 - 1998 年宏观经济、调控政策和证券市场形势展望…… (3)
- 适度赤字:1998 年财政政策的现实选择…… (8)
- 张弛有度的 1998 年金融形势
 - 从适度从紧到结构松动…… (13)
- 1998 年股市资金面形势分析…… (18)
- 中国进入世贸组织与证券业面临的挑战…… (24)
- 竞争日趋激烈,经纪人制度呼声日高
 - 1997 年经纪业务的回顾和 1998 年展望…… (29)
- 国债市场 1997 年回顾与 1998 年展望…… (33)
- 1998 年中国股市形势分析与展望
 - 总体格局:平衡市态势,低价股行情…… (41)
 - 沪市:聚焦资产重组,走向理性投资…… (44)
 - 深市:大箱型整理格局,高成长股受青睐…… (46)
- 沪深(A股)市场上市公司分析…… (51)
- 1997 年 B 股市场概述及 1998 年市场展望…… (59)
- 1998 年股票一级市场形势…… (64)
- 1998 年中国基金市场展望…… (67)

行业与上市公司研究

- 电子行业:发展潜力巨大,机会风险同在…… (73)
- 家电行业分析报告…… (82)
- 短期谨慎乐观 期待政策突破
 - 房地产业及上市公司分析…… (89)
- 建材行业分析报告…… (95)
- 我国公用事业的发展与趋势…… (105)
- 发展潜力巨大,体制尚需改革
 - 电力行业报告…… (115)
- 汽车工业类股:前景可期 含苞待放
 - 汽车工业及汽车类股专题分析报告…… (122)
- 加大改革力度 努力走出困境
 - 医药行业及其上市公司成长性分析…… (133)
- 酿酒行业及上市公司分析报告…… (141)
- 整体发展平稳 个股异军突起
 - 化工行业及上市公司分析报告…… (145)
- 发展潜力仍大 调整任重道远
 - 化纤行业及上市公司分析…… (157)
- 纺织服装行业…… (165)

●竞争中发展 扩展中求生 ——商业行业研究报告	(179)
----------------------------------	-------

地区经济与证券市场

●北京市经济发展状况及其上市公司分析	(195)
●上海市经济发展状况及其上市公司分析	(201)
●深圳市经济发展状况及其上市公司分析	(216)
●四川省经济发展状况及其上市公司分析	(221)
●浙江省经济发展状况及其上市公司分析	(226)
●重庆市经济发展状况及其上市公司分析	(234)
●江苏省经济发展状况及其上市公司分析	(239)
●湖北省经济发展状况及其上市公司分析	(243)
●江西省经济发展状况及其上市公司分析	(248)
●辽宁省经济发展状况及其上市公司分析	(253)
●天津市经济发展状况及其上市公司分析	(260)
●广东省经济发展状况及其上市公司分析	(263)
●吉林省经济发展状况及其上市公司分析	(268)
●湖南省经济发展状况及其上市公司分析	(272)
●福建省经济发展状况及其上市公司分析	(276)
●厦门市经济发展状况及其上市公司分析	(281)
●山东省经济发展状况及其上市公司分析	(286)
●海南省经济发展状况及其上市公司分析	(290)
●甘肃省经济发展状况及其上市公司分析	(292)
●陕西省经济发展状况及其上市公司分析	(300)
●山西省经济发展状况及其上市公司分析	(303)
●新疆维吾尔自治区经济发展状况及其 上市公司分析	(307)
●内蒙古自治区经济发展状况及其上市公司分析	(310)
●黑龙江省经济发展状况及其上市公司分析	(315)
●河北省经济发展状况及其上市公司分析	(318)
●云南省经济发展状况及其上市公司分析	(322)
●安徽省经济发展状况及其上市公司分析	(327)
●青海省经济发展状况及其上市公司分析	(332)
●宁夏回族自治区经济发展状况及其上市公司分析	(337)
●广西壮族自治区经济发展状况及其上市公司分析	(345)
●河南省经济发展状况及其上市公司分析	(350)
●贵州省经济发展状况及其上市公司分析	(353)
●西藏自治区经济发展状况及其上市公司分析	(359)

CONTENTS

MACRO – ECONOMY AND SECURITIES MARKET

- * Going Down to the Bottom or Stepping Out of the Bottom?
—A Prospect on the Macro-economy, Adjustments Policy and the Securities Market
- * Moderate Deficit; a Realistic Choice of Fiscal Policies in 1998
- * A Retrospect for Financial Situation in 1997 and a Prospect in 1998
- * An Analysis for the Fund Flow in 1998
- * The Entry into WTO of China and the Challenges Facing the Industry of Securities
- * A Retrospect for the Brokerage Business and its Prospect in 1998
- * A Retrospect for the Bond Market in 1997 and a Prospect in 1998
- * An Analysis of China Securities Market and its Prospect in 1998
- * An Analysis of the Listed Companies in the Shanghai and Shenzhen Markets(A Share)
- * An Overview of the B Shares Market in 1997 and Its Prospect in 1998
- * The Situation of the Primary Securities Market in 1998
- * A Prospect of the Fund Market in 1998

A STUDY OF INDUSTRIES AND THE LISTED COMPANIES

- * An Analysis of the Industry of Electronics and the Related Listed Companies
- * An Analysis of the Industry of Household Electronics Appliances and the Related Listed Companies
- * An Analysis of the Industry of Property and the Related Listed Companies
- * An Analysis of the Industry of Building Materials and the Related Listed Companies
- * An Analysis of the Industry of Transportation and the Related Listed Companies
- * An Analysis of the Industry of Electricity and the Related Listed Companies
- * An Analysis of the Industry of Automobile and the Related Listed Companies
- * An Analysis of the Industry of Pharmaceuticals and the Related Listed Companies
- * An Analysis of the Industry of Beverages and the Related Listed Companies
- * An Analysis of the Industry of Chemicals and the Related Listed Companies
- * An Analysis of the Industry of Chemical Fiber and the Related Listed Companies
- * An Analysis of the Industry of Textiles and the Related Listed Companies
- * An Analysis of the Industry of Commerce and the Related Listed Companies

REGIONAL ECONOMY AND THE SECURITIES MARKET

- * The Situation of Economic Development in Beijing and an Analysis of Its Listed Companies
- * The Situation of Economic Development in Shanghai and an Analysis of Its Listed Companies
- * The Situation of Economic Development in Shenzhen and an Analysis of Its Listed Companies
- * The Situation of Economic Development in Sichuan and an Analysis of Its Listed Companies
- * The Situation of Economic Development in Zhejiang and an Analysis of Its Listed Companies
- * The Situation of Economic Development in Chongqing and an Analysis of Its Listed Companies
- * The Situation of Economic Development in Jiangsu and an Analysis of its Listed Companies
- * The Situation of Economic Development in Hubei and an Analysis of Its Listed Companies
- * The Situation of Economic Development in Jiangxi and an Analysis of Its Listed Companies
- * The Situation of Economic Development in Liaoning and an Analysis of Its Listed Companies
- * The Situation of Economic Development in Tianjin and an Analysis of Its Listed Companies
- * The Situation of Economic Development in Guangdong and an Analysis of Its Listed Companies
- * The Situation of Economic Development in Jilin and an Analysis of Its Listed Companies
- * The Situation of Economic Development in Hunan and an Analysis of Its Listed Companies
- * The Situation of Economic Development in Fujian and an Analysis of Its Listed Companies
- * The Situation of Economic Development in Xiamen and an Analysis of Its Listed Companies
- * The Situation of Economic Development in Shandong and an Analysis of Its Listed Companies
- * The Situation of Economic Development in Hainan and an Analysis of Its Listed Companies
- * The Situation of Economic Development in Gansu and an Analysis of Its Listed Companies
- * The Situation of Economic Development in Shanxi and an Analysis of Its Listed Companies
- * The Situation of Economic Development in Xinjiang and an Analysis of Its Listed Companies
- * The Situation of Economic Development in Neimenggu and an Analysis of Its Listed Companies
- * The Situation of Economic Development in Heilongjiang and an Analysis of Its Listed Companies
- * The Situation of Economic Development in Hebei and an Analysis of Its Listed Companies
- * The Situation of Economic Development in Yunnan and an Analysis of Its Listed Companies
- * The Situation of Economic Development in Anhui and an Analysis of Its Listed Companies
- * The Situation of Economic Development in Qinghai and an Analysis of Its Listed Companies
- * The Situation of Economic Development in Ningxia and an Analysis of Its Listed Companies
- * The Situation of Economic Development in Guangxi and an Analysis of Its Listed Companies
- * The Situation of Economic Development in Henan and an Analysis of Its Listed Companies
- * The Situation of Economic Development in Guizhou and an Analysis of Its Listed Companies
- * The Situation of Economic Development in Xizang and an Analysis of Its Listed Companies

宏观篇

★已经运行了 7 年的中国证券市场是不是一个“精品模型”？

★中国证券市场能不能清晰地折射出宏观经济的总体趋势？

★为了确保 1998 年 GDP 增长率达到 8% 以上，政府这只“看得见的手”又将怎样引导经济走出低谷？

★缺乏重大题材的沪深股市能否掀起引人入胜的行情？

★带着这些疑问，我们回眸了中国经济昨天所走过的轨迹，透过政府对货币政策、财政政策新的安排，我们尝试着对这些问题求解！

走向低谷,还是走出谷底

——1998年宏观经济、调控政策和证券市场形势展望

1997年是我国经济成功实现“软着陆”的一年,也是经济增长连续减速的第五个年头。根据国家统计局的初步估算,去年的经济增长率为8.8%,比上年降低0.9%,比1992年的14.2%低5.4%。种种迹象表明,投资和消费增长将继续趋缓,出口对于经济增长的贡献将明显减少,毫无疑问,我国经济增长正处于周期性低谷。我们认为,如果没有政府的特别努力,1998年的经济增长率能否达到7%尚难预料。

目前的经济增长减速是在增长质量得到提高的基础上的减速,是我国经济增长模式的一大进步,这归功于经济体制改革和经济结构的调整。但是,在改革和调整中难以避免的摩擦、问题和矛盾需要有相对高的经济增长率来调和和化解。我们认为,最近几年需要的临界增长率约为8%,较低的经济增长会导致社会矛盾激化,8%~9%是比较合适的增长速度,当增长率超过9%时,努力方向应当转向提高经济增长的质量。经济增长率的进一步下降有可能威胁到经济体制改革和经济结构调整所必需的社会、政治和经济环境,因此,我国经济已经到了需加速发展的时候了。

政府的宏观调控政策对这种经济形势适时地作出了反应。在适度从紧的大前提下,金融货币政策出现了明显的松动。我们认为,今年的政策取向将延续1997年的趋势,结构性松动成为其主旋律。在金融政策进一步松动的同时,加大财政政策的力度,通过扩大转移支付缓解由职工下岗引起的社会问题,支持国内消费,并以直接或间接的财政投资推动经济增长和结构调整,增加就业机会。如果在保持近年来政府支出趋势的基础上,再有1500亿元至2000亿元人民币的额外努力,经济增长率很可能在年内达到周期性的谷底,并开始下一轮的温和加速,在今年底恢复到1997年底的水平,甚至略超。

国有企业改革在今年进入艰难的攻坚阶段,企业间的两极分化加剧,优秀企业将得到进一步加强,上市公司的结构性调整及其效果成为股市波动的重要根源。证券市场的整体波动与前两年相比将有所缓和,但个股波动仍显剧烈,个股选择成为股市投资成败的决定性因素。一级市场的发行方式和定价规范将有所调整,一、二级市场的价差将缩小。我们对1998年股市的整体看法是稳中有升,持谨慎乐观的态度。

一、1998年宏观经济形势:增长速度适中,价格略有回升

1. 经济中速增长

从拉动经济增长的四大因素——投资、消费、净出口、政府支出来看,前三个因素将继续去年惯性下滑的态势,只有政府支出可以成为加速增长的动力,国内生产总值的增长率在很大的程度上取决于政府努力的大小。如果政府采取积极的措施刺激经济增长,经济增长率很可能在年内达到周期性的谷底,并开始下一轮的温和加速,在今年底恢复到1997年底的水平,甚至略超。

(1)固定资产投资:经济主体的自我抑制作用加强。固定资产投资增长率在1993年达到高峰以

后呈逐年回落的态势。据国家统计局初步测算,去年全国完成固定资产投资 25300 亿元,比上年同期增长 10.1%,扣除价格因素,实际增长 9%。1998 年的投资增长率不会出现大幅增长,原因是:首先,作为社会投资资金主渠道的银行体系对固定资产投资的抑制作用显著。主要商业银行实行商业化经营以后,放贷的市场化导向不断加强,在缺乏实质投资机会和承受巨额不良贷款的情况下,放贷行为日趋谨慎。其次,随着市场竞争的日益激烈和结构调整力度的加大,经济主体对投资的自我抑制也不断加强。总体来看,按照目前的趋势,1998 年固定资产投资增长率将无法保持在去年的水平上。但是在政府大幅度增加投资的情况下,投资将成为重新启动经济增长的最重要因素,固定资产投资将在 25300 亿元的基础上接近 30000 亿元。

(2)消费:增速趋缓。据国家统计局公布的数据,1997 年全社会消费品零售总额 26843 亿元,比 1996 年增长 11.1%,扣除价格因素,实际增长 10.2%,与 1996 年的 13.2%相比,消费需求的增速明显下降。首先,社会集团消费由于企业效益不佳受到很大程度的抑制;其次,居民消费心理日趋成熟,出现以往排浪式消费的可能性较小,加之国有企业和医疗体制改革使居民未来收支的不确定性增大,居民的消费行为日趋谨慎;第三,城镇居民可支配收入增速明显趋缓,1995 年、1996 年实际增长分别为 4.8%、3.8%,而 1997 年仅增长 2.9%。从以上三个因素来看,1998 年消费需求的增长速度难以提高,实际增长率在 10%以下,全社会消费品零售总额 30500 亿元左右。

(3)净出口:对经济增长的拉动作用减弱。外需对于经济增长的拉动作用在 1997 年骤然增大,贸易顺差达 403.4 亿美元,占国内生产总值的 4%。但是,1998 年进出口形势不容乐观,尤其是 1997 年东南亚、韩国等国的货币大幅度贬值后,出口竞争力增强,1998 年我国的净出口极可能回落。同时,由于关税的降低和市场的进一步开放,1998 年进口的增长将高于 1997 年。总体来看,1998 年净出口额及其对于经济增长的贡献率都可能大幅减少,维持在近几年来通常水平已属不易,甚至有可能是负的贡献率。当然,我们也应当同时考虑到支持今年出口的一些因素。例如,通过出口退税可以部分抵销亚洲邻国货币贬值的影响。这些国家的金融危机大大增加了不确定性和风险,有利于部分订单转向我国。

(4)政府支出:增长加速的首要动力。近年来,财政支出占社会总支出的比例相对较小,特别是生产性投资在宏观调控中得到了有效控制,财政支出对经济增长的拉动作用有限。1998 年,在经济增长各主要因素不容乐观的背景下,政府支出将成为影响经济增长的决定性因素。从政府政策的角度看,货币政策作为侧重总量调节的间接调控手段对经济增长的刺激作用在力度上有限,在效率上有时滞。财政政策将作为结构调整和再次启动经济增长的首要动力应成为政府经济政策优先运用的手段,在 1998 年的宏观调控中发挥更大的作用。

2. 通货膨胀

1994 年,我国经济出现了改革开放以来最为严重的通货膨胀,近几年来,政府一直把降低通货膨胀率作为宏观调控政策的首要目标,1997 年中国宏观经济指标中最为引人注目的是近乎零的通货膨胀率,中国政府在这方面取得了令世人惊讶的巨大成绩。据国家统计局初步统计,1997 年全国商品零售价格比去年同期上涨 0.8%,居民消费品价格上涨 2.8%,已回落到中国改革开放以来的最低水平。从生产资料购进价格指数这个物价领先指标来看,近期物价水平下降的趋势仍将保持。通货膨胀显然已不是我国经济当前面临的主要矛盾,相反地,通货紧缩的危险不容忽视。今年内,价格上涨速度将会提高,但肯定会维持在可接受的范围内。

1997 年物价水平持续下降的主要原因有以下几点:1)粮食连年丰收,粮食和副食的价格上涨速度出现较大幅度的回落,有些商品价格的绝对水平下降;2)大部分传统加工工业产品已形成买方市

场,其中机电产品和家电产品价格出现较大幅度的下降;3)固定资产投资和居民消费增速趋缓。

1998年价格走势在很大程度上取决于下列因素:1)农业状况。根据农业自然规律,许多部门预计1998年粮食收成不如1997年,食品价格可能略有回升;2)投资品价格已连续数月负增长,预计价格进一步下降的空间已经不大;3)尽管大部分加工工业产品买方市场的格局不会有很大改变,但工业成本进一步下降的空间已经不大;4)住房、医疗等服务的价格仍将保持较大的涨幅。综合以上因素,1998年物价水平将稳中有升,但不会迅速反弹,预计1998年的通货膨胀率将达到4%~5%。

3. 企业效益:恢复性回升,两极分化加剧

在经历了1994~1996年适度从紧的宏观调控以后,相当部分企业逐步适应了经济市场化导向的要求,另外1996年两次降息也大大减轻了企业负担,1997年企业效益整体上有了明显改善,逐步摆脱了1996年严重滑坡的局面。1997年工业产品销售率96.2%,比上年提高0.3个百分点,1997年1~11月份累计37万家独立核算工业企业实现利润1356亿元,比上年同期增长19.6%,工业企业经济效益综合指数为89.4,比上年同期提高3.4个百分点。但由于1996年基数较低,这种改善仅是恢复性的。

在企业效益总体改善的同时,由于结构调整力度加大,企业的效益出现明显的两极分化。一些规模大、资金雄厚、产品适销对路的企业在激烈的市场竞争中逐步站稳了脚跟,进入良性循环的轨道。而相当部分规模较小、转制不彻底的国有企业在经济软着陆的过程中困难加剧,面临被市场淘汰的局面。从中央国有企业和地方国有企业的效益对比可见一斑:1997年第三季度,3582家中央国有企业实现净利润113.81亿元,同比增长32.54%,地方国有企业净亏损9.14亿元。

1998年企业效益仍将继续改善,同时企业两极分化将进一步加剧。随着国有企业改革的深入和市场的导向作用日益加强,企业存量和增量资源配置不断优化,经济运行的质量明显提高;此外,1997年10月中央银行第三次大幅度降息,使企业财务费用较大幅度降低,据有关部门的统计,今年前8个月企业少支出利息占新增利润的85%。从以上两方面看,1998年企业效益将继续回升。与此同时,随着结构调整的加快,特别是目前我国大部分传统的加工工业产品严重供大于求,市场竞争非常激烈,企业效益两极分化的趋势将进一步加剧。一些行业龙头企业有望进一步扩大其市场份额,提高盈利水平;而一些产品不能适应市场需求的中小企业效益将进一步恶化。

二、1998年宏观经济政策的基本走向:结构性松动

1. 经济体制改革和经济结构调整需要相对的高增长

经济增长率的惯性下滑使经济中许多累积已久的深层次问题进一步暴露出来,矛盾激化。主要表现为:相当一部分国有企业特别是地方国有企业在近几年的结构调整中困难进一步加剧,亏损面有所增加。下岗职工迅速增加,失业率上升,已经成为社会普遍关注的社会问题。传统加工工业生产能力严重过剩,产业结构仍处于较低的水平,经济缺乏明显的增长点。从其他行业聚集到金融领域以及金融领域本身的潜在风险没有得到有效缓解,银行系统的呆坏帐比例很高,相当部分非银行金融机构的经营很不规范,金融领域潜伏着很大风险。

这些问题和矛盾的出现并不完全是件坏事,而是经济体制改革和经济结构调整使我国经济中的一些顽疾得以暴露。但是,在充分肯定暴露问题对于解决问题的积极一面的同时,我们应当注意化解和解决问题所必需的一些条件。紧缩性的宏观经济环境和调控政策虽然能加速结构性调整的进程,但过低的经济增长率也会影响结构调整的顺利进行。首先,经济增长率过低会使许多经济、社会和政治矛盾进一步激化;其次,人们对经济增长普遍悲观的预期一旦形成,很可能会反过来影响投资和消

费,恶性循环加速经济增长下滑;第三,解决目前经济中结构问题的根本出路是加快产业结构升级,培育新的经济增长点,而产业结构的调整需要一个相对宽松的环境。我们认为,在经济发展的起始阶段,特别是体制转轨时期,适度的经济增长率和相对宽松的宏观环境对于缓和各种社会问题,推进体制改革,促进产业结构调整是必要的。当然,诸如1992、1993年上半年过高的经济增长率也会掩盖甚至加剧经济中的结构性矛盾,这里确实有一个度的把握的问题。我们认为,8%~9%左右的经济增长率对于保持一个宽松环境进行体制改革和结构调整是适度 and 必须的。目前的经济增长率不断下降,正在逐步逼近经济体制改革与结构调整所必需的最低临界增长速度,我国经济中的主要矛盾已经发生变化,从原来的经济过热和通货膨胀转变为增长乏力。因此,经济增长的加速应当成为经济政策的主要目标。

2. 结构性松动应是1998年宏观经济政策的主旋律

根据对经济形势的上述判断,我们认为1998年宏观经济政策的基本走势应该是在总量进一步放松的背景下,出现明显的结构性松动。所谓经济政策的结构性松动,就是服务于结构调整的带有倾斜性质的经济政策松动,这种政策的目标是在维持市场竞争和优胜劣汰的前提下刺激经济增长。从宏观调控的两大政策工具——财政政策和货币政策来看,在目前的宏观经济形势下,货币政策作为总量调控和间接调控的主要手段,很难在短期内收到直接的明显的效果,而财政政策作为结构性调整的主要手段将发挥更大的作用;此外,在经济发展初期市场不完善的情况下,产业政策也是引导经济发展的一个重要手段。因此,1998年宏观调控政策的重点将体现在以下几个方面:

(1) 货币政策:适度从紧口号下的结构性松动。信贷资金的结构性供给会有较大幅度的增加,主要投入对象是个人住房、农林、公路交通等基础产业、城市公共设施建设、通讯等高科技项目以及支柱产业。通过降息、降低存款准备金率等间接调控手段进一步放松总量调控,以适当刺激投资和消费。1998年年中以后再次降息的可能性是很大的。降息对于刺激社会投资,减轻国有企业负担具有重要意义。利率的降低不仅包括存贷款利率的降低,也包括同业存放和备付金利率的降低。在城市中,应当把重点放在对住房及配套设施的购买和消费的刺激上,将现行的“安居工程”的优惠政策普遍化,结合住房制度改革予以推广。同时,在增加住房贷款的同时,进行金融创新,尽可能地带动居民储蓄向住房投资和消费的转化。

(2) 财政政策:直接和间接地增加政府支出,维持适度赤字。在短期内财政收入难以迅速增加的情况下,政府可考虑适当增加长期国债和专项债券的发行量,筹措建设资金。在政府具有明确的赤字限制下,财政政策可以通过信贷政策间接实现。例如一些重大的贷款项目,虽然最终以信贷资金增加的形式出现,但无论从决策程序、风险承担、投向和规模等各个方面来看,其实质都是财政性的。当然,政府支出的增加并不意味着盲目乱上项目,政府支出的重点应该放在具有可靠回报的农业、能源、交通运输等基础项目上,并且与投融资体制改革相结合。财政支出不仅要解决下岗职工及其家庭的生活问题,还必须在结构调整以及通过乘数效应刺激总需求等方面发挥主要作用。可以考虑通过财政努力,在农村地区开展诸如造路等基础设施建设,增加农民的收入,使目前消费水平还不高的农村逐步承接日趋饱和的城市市场,同时维持消费品工业的市场选择和市场竞争机制。

(3) 产业政策:推动结构调整。在引导产业结构升级的过程中,产业政策一方面通过国有企业的战略性重组大力调整石化、汽车、房地产、电子等支柱产业的供给结构,改变行业布局过于分散的状况,增强规模经济,降低生产成本,提高竞争力;另一方面进一步刺激需求,通过完善抵押贷款等方式促进商品房、家庭小轿车的消费。通过供给和需求结构两方面的努力,逐步将这些支柱产业培育成新的经济增长点。

(4)通过增加出口退税等优惠条件保持外贸的稳定。1997年外需已经成为拉动中国经济增长最为积极的因素。在内需难以迅速回升的背景下,应该采取有力措施保持出口的稳定,力求有所增长。特别是在东南亚发生金融危机以后,应该充分估计到它对中国经济和外贸增长的不利影响,防患于未然。在出口退税方面,我们还有8个百分点的余地,短期内至少可以提高几个百分点的退税率。需要指出的是,增值税的退还是国际上接受的做法,并且是维护公平的贸易竞争所要求的,它不同于竞争性货币贬值。今年通过人民币贬值增强出口竞争力的可能性可以完全排除,外贸状况也不会因此而出现灾难性逆差,这样一来,我国在国际上的政治和经济地位都会得到很大提高。

三、从宏观大势看 1998 年证券市场:谨慎乐观

通过以上对 1998 年宏观经济形势和调控政策的讨论和把握,我们对 1998 年证券市场的总体看法是稳中有升,持谨慎乐观态度,与前两年相比,股市的整体波动将趋缓,而个股的两极分化进一步加剧。1998 年中国证券市场将呈现出以下几个特点:

(1)1998 年证券市场特别是股票市场将在各种基本面消息和扩容节奏的影响下在一定区间内振荡,但大盘将保持相对平稳态势。首先,1998 年中国经济仍将处于低谷或从谷底逐步回升的态势,这将在很大程度上影响投资者对市场的预期;其次,1998 年将是不少超级大盘股上市的高峰年,相当部分投资者对 1998 年股市扩容的质量和规模心存疑虑;第三,1998 年没有像 1997 年香港回归和十五大召开的大题材,这将对投资者的持股信心产生不小的影响。从以上几方面来看,1998 年出现像 1996 年~1997 年上半年股市出现持续涨升行情的可能性不大。另一方面,由于管理层把证券市场特别是股票市场作为推进国企改革的重要场所,将继续采取各种方式扶持证券市场的发展,此外,1998 年可能出现诸如再次降息,降低存款准备金率等宏观政策松动也将对股票市场产生较大的利好影响。

(2)产业结构调整 and 资产重组将成为 1998 年经济工作的重头戏,主要目标是提升产业结构和帮助国有大中型企业摆脱困境。目前传统加工工业的低水平过剩已相当严重,启动新一轮经济增长,提高经济增长的质量,解决就业问题,都需要通过进一步细化分工,升级产业结构来实现。产业政策优先考虑的主要部门有农业、城市公共设施、能源、原材料等基础产业,电子通讯等高科技产业以及石油化工、汽车制造和建筑业等支柱产业。尤其是与住房制度改革相配套的房地产业将得到有力的支持,我们主张将“安居工程”的一些优惠政策一般化到普通居民住房建设上。这些行业的龙头上市公司将成为明年结构性松动和资产重组的受惠对象,并成为 1998 年证券市场的明星股。内幕交易风险变得很大,一级市场与二级市场之间的协调将得到加强,一级市场的发行方式和定价规范很可能发生变化,与二级市场的价格差距将缩小。

(3)上市公司资产重组、收购兼并的步伐将大大加快,经济中优质资产将进一步向资本市场集中,1998 年上市公司的业绩将有所提高。1998 年仍将是企业两极分化进一步加剧的一年,不少作为行业领头羊的上市公司将充分发挥上市公司资本经营的独特优势,不断发展壮大,为今后更长一段时期的发展奠定坚实的基础;而相当数量管理水平低下,处于夕阳行业的上市公司将面临被市场淘汰的局面,被迫出售其壳资源和进行资产重组将是它们不得不作出的选择。可以预见,明年将有不少面临困境的上市公司将在结构调整的大背景下通过资产重组等方式注入优质资产而获得新生,经济中的优质资产有进一步向证券市场集中的趋势。证券市场上个股间的两极分化加剧,个股的选择成为股票投资成败的关键。

适度赤字：1998 年财政政策的现实选择

一、适时启动财政政策推进经济增长

根据已经公布的 1997 年度宏观经济各项指标,1997 年我国宏观经济继续保持低通胀和适度增长的运行态势。综合分析拉动经济增长的诸要素——投资、消费、进出口和政府支出,我们认为 1998 年中国宏观经济的增长速度将会减缓,国内生产总值的增长率有可能下滑至 7% 以下。1998 年国有企业改革、金融体制改革都将进入攻坚阶段,经济体制改革和结构调整所必需的最低临界增长率应当达到 8%。为此,政府能否采取积极有效的政策来促进经济增长,对于 1998 年经济运行和改革开放大局都将产生重大影响。

在政府的宏观经济政策体系中,货币政策和财政政策占据突出地位。在我国经济体制改革的过程中,政府组织资源的功能日渐削弱,财政配置资源的能力明显下降,银行体系成为社会资源配置的主渠道。与此相适应,运用货币政策工具调控经济成为近几年政府宏观经济调控的主要途径,而“吃饭财政”的窘境使得财政政策的调控功能受到极大削弱。这种偏重货币政策的调控格局是否在任何宏观经济条件下都适用呢?

1996 年以来,管理层先后三次大幅度降低利率以扩大货币供应量,促进经济增长回升。然而,1996 年两次降息以后的一年内经济运行各项指标显示,宏观经济增长步伐放慢,货币供应量(M2)增幅不断下降,商业银行系统的净存差持续扩大,货币政策调控并未直接转化为社会的消费需求和投资需求。我们面临的不再是经济过热,而是可能难以有效支持经济体制改革和经济结构调整的增长率不断下降。宏观经济中的主要矛盾已经发生了变化,经济政策的目标和手段也要求进行相应的调整。

二、适度赤字：我国财政政策的现实选择

虽然政府运用财政政策与货币政策调控宏观经济的最终目标是一致的,但二者在操作手段、传导机制和作用效果等方面均有显著区别。货币政策的核心是通过变动基础利率、存款准备金率、公开市场操作等间接手段调节货币供应量,进而影响社会的总供给和总需求。国家财政直接参与国民收入的分配,并对集中起来的国民收入在全社会范围内进行再分配,政府可以通过变动税收政策和财政支出直接影响社会的消费需求和投资需求,达到调控宏观经济的目的。因此,财政政策在启动经济增长和经济结构调整方面往往比货币政策效果更加直接和显著。

1996 年以来,央行先后三次大幅降低利率尚未扭转经济增长减速的趋势,其重要原因就在于企业经营效益低下、经济运行中缺乏实质性投资机会,因此消费需求和投资需求的利率弹性大大降低,货币政策的效果受到限制。但是,在这种宏观经济条件下,财政政策则能够在促进经济增长方面发挥

积极作用。例如,针对目前商业银行净存差扩大、社会闲置资金增加的趋势,政府通过扩大国债发行,将这部分资金集中起来增加政府购买和政府投资,直接扩大了消费需求 and 投资需求。政府对基础设施和公共工程的投资可将“基础瓶颈”制约所压抑的民间部门的生产潜力释放出来,从而产生乘数效应。政府适当降低社会平均税负水平,直接提高了企业盈利水平和个人可支配收入,同样有利于增大消费需求和投资需求。可见,在当今我国宏观经济环境下,财政政策较货币政策更能够起到拉动经济增长的作用。

问题在于,如果实行扩大政府支出的措施,必然带来我国财政赤字的增加。那么,我国财政赤字的现状如何?扩大财政赤字规模是否尚有余地呢?

改革开放以来,我国财政赤字就绝对量看有不断扩大的趋势,但就财政赤字占国内生产总值的比重看,则始终保持在相当低的水平上。表 1 为 1991 年~1996 年我国财政收支主要指标。

表 1 我国财政收支主要指标

年 份	总收入 (亿元)	总支出 (亿元)	收支差额 (亿元)	收支差额/国内生产总值
1991 年	3610.9	3813.6	- 202.7	- -
1992 年	4153.1	4389.7	- 236.6	- -
1993 年	5088.2	5287.4	- 199.2	- 0.58%
1994 年	5218.1	5792.6	- 574.5	- 1.3%
1995 年	5242.2	6823.7	- 581.5	- 0.99%
1996 年	7407.0	7937.5	- 529.5	- 0.77%

根据我们对 1997 年度财政收支情况的预计,财政赤字将下降到 400 亿元以内,按照国内生产总值 75000 亿元计算,赤字占国内生产总值的比重将下降到 0.5% 左右。从国际比较的角度看,为了推动经济增长,其财政赤字占国内生产总值的比重通常在 3%~5% 之间,可见我国财政赤字占国内生产总值的比重还相当低,适度扩大赤字尚有余地。

在现有财政体制下,扩大财政支出、增加财政赤字的同时将意味着可能增大国债发行规模。表 2 是我国国债发行的主要指标。

表 2 我国国债主要指标一览表

年 份	当年负担率	累计负担率	中央财政依存度	累计偿债率
1991	1.38%	5.88%	17.8%	34.58%
1992	1.70%	5.28%	25.35%	36.46%
1993	1.15%	4.67%	19.48%	38.5%
1994	2.35%	5.25%	64.84%	44.07%
1995	2.98%	6.35%	74.55%	57.99%
1996	3.02%	6.83%	40.7%	62.86%

注: 当年国债负担率=当年国债实际发行额/当年 GNP×100%
国债累计负担率=国债累计未偿还余额/当年 GNP×100%
中央财政依存度=当年国债实际发行额/当年中央均政支出×100%
累计偿债率=累计未偿还余额/当年财政收入×100%

从国债负担率上看,1996年累计负担率最高,但也只有6.83%,远远低于西方发达国家的债务负担率50%~70%,因此从国债负担率来看,国债扩大发行规模尚有较大余地。从国债的依存度上看,我国中央财政对国债依存度大大高于西方发达国家平均水平,1996年达40.7%,原因在于:一方面近几年国债发行规模急剧扩大,另一方面我国中央财政支出占国内生产总值的比重较低,显然在短时间内迅速扩大国债发行规模受到一定制约。从国债的累计偿债率上看,1996年达到最高,为62.86%,这个数字也大大低于西方发达国家的平均水平,如美国为220%。

总而言之,从上述指标来看,虽然我国国债的发行规模与累计国债余额水平大大低于西方发达国家平均水平,但近年来国债发行规模的急剧增长使得我国中央财政对国债的依存度处于较高水平。国债发行规模急剧增长的重要原因在于以往发行的中短期(3~5年)国债相继进入集中兑付期,财政还本付息的压力沉重,以借新债作为包括国债利息支出和还本支出在内的资金来源,虽然保证了到期国债的按期兑付,其代价却是每年国债发行规模迅速扩大,债务支出占当年中央财政支出的比重不断上升。

针对这一情况,调整国债期限结构,增加长期国债发行规模,可以减轻国债每年还本付息的压力,在保持和适度降低目前国债依存度的前提下,提高国债资金的使用效率。目前,我国7年期以上的长期国债在总发行规模中比重较低,实际上,发行长期国债可大大减轻每年还本付息的压力,即使在现有国债发行规模不变的前提下,用于还本付息的部分减少,就意味着可以有更多的资金用于扩大政府公共投资。因此,增加10年期以上长期国债发行是完善国债发行结构、减轻还本付息压力的有效途径。

从扩大财政支出的投向看,我们认为,一是增加政府对基础设施和公共工程的投资,这种诱发性投资不仅可以直接增加政府购买,而且可将“基础瓶颈”制约所压抑的民间部门的生产潜力释放出来,带来“乘数效应”。如果我国财政赤字占国内生产总值的比重提高2%(基本达到其他发达国家的赤字比重),国内生产总值和财政收入不变的情况下,财政支出将增加1500亿元左右;根据有关部门对财政支出乘数效应的经验估计,其乘数约为2~3,即财政赤字所占比重提高2%,将促使国内生产总值增长4%~6%。二是增加政府对高新技术产业的投资,高新技术产业具有投资风险大、收益不稳定的特点,虽然近年我国民营高科技企业发展较为迅速,但民营企业融资途径狭窄、经营规模有限,在世界范围内高新技术蓬勃发展特别是发达国家信息技术产业已经成为支柱产业的今天,政府大力加强对高新技术产业的扶持、增大投资力度是提高我国高新技术产业竞争实力的必备条件。三是增加房地产业的投资,由于启动房地产业可以带动其他诸如建材业、零售业等产业的发展,因而国家的产业政策早已把住宅建筑业列为支柱产业。然而现阶段我国大部分居民的购买能力与商品房销售价格有较大差距,国家把开发“安居工程”作为发展住宅建筑业的的重心所在。但是,我国房地产业目前的窘境是由多种因素形成的,政府需要同时在增加供给和扩大需求方面采取措施,例如降低地价、发展住宅按揭和住宅基金等。预计1998年政府将在住房制度改革、发展中档居民住宅方面采取切实有力的措施以带动经济增长。

考虑到增加赤字规模需要经过立法机构的批准,在目前立法机构要求财政逐年削减赤字的条件下,直接扩大财政支出、增加赤字有一定困难。政府还可采取银行指定贷款的方式,专项投资部分基础产业、公共设施和高新技术产业。这种政府指定贷款的方式虽然不直接表现为扩大财政支出和赤字规模,但实际上仍然是一种“财政性”贷款,是间接赤字。