

主 编 王松奇  
副主编 李爱民 房汉廷 韩丽娟

VENTURE CAPITAL DEVELOPMENT IN CHINA 2004

# 中国 创业投资 发展报告 2004



中国科学技术促进发展研究中心  
创业投资研究所 重点课题



经济管理出版社  
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE



# 中国

## 创业投资发展报告 2004



经济管理出版社



**图书在版编目 (CIP) 数据**

中国创业投资发展报告 .2004/王松奇主编. 北京:  
经济管理出版社, 2004

ISBN 7-80162-951-5

I. 中… II. 王… III. 风险投资—研究报告—  
中国—2004 IV. F832.48

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 056804 号

**出版发行: 经济管理出版社**

北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 11 层

邮编: 100038

印刷: 精美彩色印刷有限公司

经销: 新华书店

责任编辑: 杨世伟 陈 力

技术编辑: 晓 成

880mm×1230mm/16

10.75 印张

188 千字

2004 年 7 月第 1 版

2004 年 7 月第 1 次印刷

印数: 1—4000 册

定价: 100.00 元

书号: ISBN 7-80162-951-5/F·865

**·版权所有 翻印必究·**

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部  
负责调换。联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974

邮编: 100836

# 中国创业投资发展报告 2004

## 工作指导委员会

### 主任委员

邓 楠 科技部副部长

### 副主任委员

高 坚 国家开发银行副行长

### 委 员（按姓氏笔画排列）

马 林 王 元 王伯元 王国刚 刘晓光 朱 炎 华裕达 苏 波 杨正秋 吴波尔 狄 娜 张东生  
张景安 陈东升 陈 玮 郑国安 巫英坚 赵玉海 胡世辉 梁 桂

## 编 委 会

### 指导委员会（按姓氏笔画排列）

马 林 刘晓光 孙海鹰 朱 炎 何国杰 张景文  
张景安 李中和 杨旭才 陈 玮 陈洪斌 岳 勇  
巫英坚 郑德埏 金乾生 俞志华 胡世辉 赵玉海  
赵 奎 郭江明 梁 桂

### 主编

王松奇

### 副主编（按姓氏笔画排列）

李爱民 房汉廷 韩丽娟

### 常务编委（按姓氏笔画排列）

牛近明 王伟光 王守仁 王松奇 王品高 王鸿茂  
刘 明 刘理勇 刘健钧 向 宏 汤 跃 何 礼  
李 洪 李爱民 沈文京 苏红旗 刘健钧 苏岳辉  
周伟强 房汉廷 范建年 赵晓广 沈文京 徐义国

胥和平 诸 为 郭鲁伟 郭胜伟 郭顺根 彭星国  
彭晓梅 程维华 韩丽娟

### 委员（按姓氏笔画排列）

马世江 王月英 王永辉 王伟光 王松奇 王政国  
王海琨 王惠琪 付 琼 叶恩泽 白 明 任冉齐  
刘应长 刘家仁 刘朝辉 曲行达 吴 刚 吴 春  
吴耀宇 张克军 张明霞 张 洁 张 梅 张 博  
李国林 李 洪 李爱民 杜在林 杨翠萍 沈文京  
沈 浩 肖 鹏 苏岳辉 陆剑英 陈文杨 陈 凯  
沈文京 陈雪松 陈新宁 周红玉 周继军 房汉廷  
罗 可 郑 剑 姜尚文 洪 婕 赵利洪 赵惠琴  
钟建勤 夏 乐 徐义国 徐高春 袁 静 郭 杰  
郭谦和 康仕昌 彭春燕 彭晓梅 程维华 辜禄荣  
韩丽娟 甄世前 靳晓云 蔡国豪 谭 莹

## 参与和支持单位：

科学技术部条件财务司

科技部中国科学技术促进发展研究中心

科技部火炬高技术产业开发中心

科技部科技型中小企业技术创新基金管理中心

中国社会科学院金融研究中心

中国科技金融促进会风险投资专业委员会

北京创业投资协会

天津市创业投资协会

辽宁省创业投资协会

上海市创业投资企业协会

江苏省创业投资协会

浙江省风险投资协会

山东省创业投资协会

河南省创业投资同业公会

湖北省创业投资同业公会

湖南风险投资协会

广东省风险投资促进会

广州市风险投资促进会

深圳市创业投资同业公会

成都创业投资协会

西安高新技术企业协会

襄樊高新区民营科技企业风险投资协会

珠海风险投资促进会

台湾创业投资商业同业公会

河北省科学技术厅

山西省科学技术厅

内蒙古自治区科学技术厅

沈阳市科学技术局

吉林省科学技术厅

长春市科学技术局

黑龙江科学技术厅

哈尔滨科学技术局

南京市科学技术局

宁波市科学技术局

安徽省科学技术厅

福建省科学技术厅

厦门市科学技术局

江西省科学技术厅

青岛市科学技术局

武汉市科学技术局

广东省科学技术厅

广西壮族自治区科学技术厅

海南省科学技术厅

四川省科学技术厅

贵州省科学技术厅

云南省科学技术厅

陕西省科学技术厅

甘肃省科学技术厅

宁夏回族自治区科学技术厅

新疆维吾尔自治区科学技术厅

福建省高新技术产权交易所

哈尔滨市科技风险投资中心

宁波市科技风险投资服务中心

清华大学创业投资研究中心

北京大学创业投资研究中心

复旦大学中国风险投资研究中心

辽宁大学工商管理学院博士后流动站

北京特华财经研究所

北京万策资本市场研究所

亚洲创业基金期刊集团（香港）

中国证券业协会

深圳证券交易所

# 编写说明

## 1. 数据来源

本报告数据直接来源于参与调查的创业投资机构提供的“创业投资机构调查表”。全国创业投资调查工作于2003年底启动,截至2004年3月,共收到256份问卷,并逐一核实确认,最终保证了全部数据真实有效。通过对所有数据的分类、整理,形成本次报告的数据来源。全部数据具有如下特点:

- 全面性和真实性,全部数据涉及24个省、自治区、直辖市。
- 很强的连续性,调查表设计与上年基本相同,并根据实际情况进行了适当调整。
- 较强的可比性,除了个别创业投资企业之外,绝大多数都比较详细、准确地填写了调查表,由于数据连续性比较强,再加上各种数据指标和统计口径基本一致,使得数据具有较强的可比性。

## 2. 样本确定

本报告中所指的创业投资机构包括以下两类:第一,创业投资公司(Venture Capital Investment Firm,简称为VC Investment Firm),为主要从事创业投资业务的非金融性投资公司;第二,创业投资管理公司(Venture Capital Management Firm,简称为VC Management Firm),受创业投资公司或基金的委托,筛选投资项目,提出投资决策建议,并受托进行投资后的管理。本次调查将被调查对象的范围划定为管理资本超过2000万元人民币(含2000万元)的机构,有效样本共233家。由于多种原因,有些被调查对象只填写了调查表中的部分数据。我们在统计分析中,进行了适当调整,具体调整办法请参见报告中的相关说明。

## 3. 分析方法

全部统计分析采用图表及文字说明来完成。由于时间跨度不够长,某些适于进行时间序列分析的项目,如投资金额与投资收益等,就只能做一般描述性分析。所以,最后决定,全部统计均通过图表进行描述。这种方法也是国际上的通用做法,目前,美国、韩国及中国台湾等国家和地区的创业投资报告都是使用该种方法。

## 4. 指标设计与解释

主要指标设计与解释参见附录5。

## 5. 结构安排与分工

绪论 王松奇

第1部分 彭春燕、李爱民、刘海英

第2部分 王伟光、李爱民

第3部分 甄世前、徐义国

第4部分 罗可、沈文京

第5部分 由天津、湖北、上海创业投资协会撰写

附录1、附录2、附录3由北京创业投资协会徐义国、曲行达等整理提供。

报告体系设计及修改讨论参与人(按姓氏笔画排列):王伟光、王松奇、王品高、刘健钧、华裕达、李爱民、沈仲祺、房汉廷、徐义国、韩丽娟。

整个报告最后由王松奇、李爱民、房汉廷、韩丽娟统稿、审定。

6. 问卷设计与数据整理

由中国科学技术促进发展研究中心创业投资研究所、科技部火炬高技术产业开发中心以及各地创业投资协会共同设计。

数据收集：韩丽娟、彭晓梅、程维华、苏岳辉

数据录入：甄世前、罗可

数据整理与统计分析：房汉廷、王伟光、彭春燕、甄世前、罗可

7. 说明

本报告主要讨论我国内地的创业投资发展状况,文中的“中国”和“我国”等均指除港、澳、台外的中国大陆地区;

“台湾”指我国台湾地区;“香港”、“澳门”分别指中华人民共和国香港特别行政区和澳门特别行政区。

8. 致谢

科技日报

中国高新技术产业导报

中国科技论坛

风险投资通讯

科技金融快讯

# 目 录

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| 绪论 将新的发展观衍化为切实有效的金融政策       | 1  |
| 第 1 部分 创业投资机构与创业资本分析        | 7  |
| 1.1 概述                      | 7  |
| 1.2 创业投资机构分析                | 7  |
| 1.2.1 创业投资机构总量及其增量分析        | 7  |
| 1.2.2 创业投资机构类型              | 8  |
| 1.3 创业资本分析                  | 9  |
| 1.3.1 创业资本总量分析              | 9  |
| 1.3.2 创业资本结构                | 9  |
| 1.3.3 创业资本增量及其分布            | 12 |
| 1.4 创业投资机构的资金管理规模           | 13 |
| 1.5 创业投资机构的人力资源状况           | 14 |
| 1.6 创业投资机构的地区分布             | 17 |
| 1.6.1 创业投资机构的总体地区分布         | 17 |
| 1.6.2 不同规模创业投资机构的地区分布       | 18 |
| 1.6.3 不同类型创业投资机构的地区分布       | 19 |
| 1.7 2003 年比较活跃的创业投资机构       | 20 |
| 1.7.1 创业资本规模较大的创业投资机构       | 20 |
| 1.7.2 投资比较活跃的创业投资机构         | 21 |
| 1.8 小结                      | 22 |
| 2.1 创业投资的行业分析               | 23 |
| 2.1.1 创业投资行业的总体分析           | 23 |
| 2.1.2 国家科技计划支持与创业投资高新技术项目   | 23 |
| 2.1.3 创业投资对高新技术产业与传统产业的投资比较 | 25 |



|                            |        |
|----------------------------|--------|
| 2.2 创业投资的阶段分析              | 28     |
| 2.2.1 创业投资各阶段的总体分布         | 28     |
| 2.2.2 主要行业的创业投资阶段分布        | 29     |
| 2.3 创业投资的投资规模分析            | 35     |
| 2.3.1 创业投资机构的投资规模变化：项目投资强度 | 35     |
| 2.3.2 2003 年实际投资规模分析       | 36     |
| 2.3.3 联合投资情况分析             | 38     |
| 2.3.4 首轮投资与后续投资分析          | 41     |
| 2.3.5 单个项目投资限额分析           | 41     |
| 2.4 创业投资的股权结构分析            | 43     |
| 2.5 被投资机构状况分析              | 44     |
| 2.5.1 被投资机构的经营状况           | 44     |
| 2.5.2 被投资机构的资本规模           | 45     |
| 2.5.3 被投资机构的雇员规模           | 46     |
| 2.5.4 被投资机构的经营时间           | 47     |
| 2.6 创业投资的地区分布              | 48     |
| 2.6.1 被投资企业的地区分布           | 48     |
| 2.6.2 主要地区分布：创业投资项目与被投资项目  | 49     |
| 2.6.3 主要地区的投资强度            | 50     |
| 2.6.4 未来的投资热点地区            | 51     |
| 2.6.5 不同地区的政策环境评价          | 54     |
| 2.7 小结                     | 55     |
| <br>第 3 部分 创业投资绩效分析        | <br>57 |
| 3.1 创业投资项目的总体运作情况          | 57     |
| 3.2 创业投资项目的退出状况分析          | 58     |
| 3.2.1 累计创业投资项目的退出          | 58     |
| 3.2.2 新增创业投资项目的退出          | 60     |
| 3.2.3 创业投资项目的退出效果          | 63     |
| 3.3 创业投资机构的收入与税负分析         | 63     |
| 3.4 小结                     | 66     |

|                                                                               |     |
|-------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 第4部分 创业投资管理分析                                                                 | 69  |
| 4.1 创业投资信息源分析                                                                 | 69  |
| 4.2 投资决策要素分析                                                                  | 70  |
| 4.3 投资后的项目监管                                                                  | 70  |
| 4.4 创业投资从业人员的素质                                                               | 73  |
| 4.5 被投资机构经营不善的主要原因                                                            | 74  |
| 4.6 制约创业投资发展的环境因素                                                             | 74  |
| 4.7 小结                                                                        | 76  |
| 第5部分 部分地区创业投资状况分析                                                             | 77  |
| 5.1 天津创业投资发展状况                                                                | 77  |
| 5.1.1 2003年天津创业投资业保持稳步走强的势头                                                   | 77  |
| 5.1.2 天津市推进创业投资发展的主要举措                                                        | 77  |
| 5.1.3 天津市创业投资发展的特点                                                            | 80  |
| 5.2 湖北省创业投资发展状况                                                               | 81  |
| 5.2.1 湖北创业投资概况                                                                | 81  |
| 5.2.2 2003年湖北省创业投资状况分析                                                        | 82  |
| 5.3 上海创业投资发展状况                                                                | 83  |
| 5.3.1 把握方向 营造环境                                                               | 84  |
| 5.3.2 积极探索 努力实践                                                               | 84  |
| 5.3.3 展望未来 任重道远                                                               | 87  |
| 附录                                                                            |     |
| 附录1 Overview of Hong Kong's private equity and venture capital market in 2003 | 89  |
| 附录2 中国台湾地区创业投资概况                                                              | 91  |
| 附录3 全国各地创业投资协会名录                                                              | 98  |
| 附录4 中国创业投资机构名录                                                                | 101 |
| 附录5 2004年创业投资调查表                                                              | 145 |

## 正文附表

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 1-1 1994~2003年中国创业投资机构、增量及其变化 | 8  |
| 1-2 1995~2003年中国创业投资总量、增量及其变化 | 10 |
| 1-3 2003年中国创业投资机构的管理资金规模分布    | 13 |
| 1-4 2003年创业投资机构的管理资金规模与员工人数分布 | 15 |

|                                            |    |
|--------------------------------------------|----|
| 1~5 资金管理规模较大的境内创业投资机构 (按照汉语拼音排序)           | 20 |
| 1~6 在中国大陆比较活跃的境外创业投资机构 (按英文字母排序)           | 21 |
| 1~7 累计投资项目和2003年度投资项目较多的境内创业投资机构 (按汉语拼音排序) | 21 |
| 1~8 累计投资额和2003年度投资额较多的境内创业投资机构 (按照汉语拼音排序)  | 22 |
| 2~1 2003年中国创业投资的行业分布: 投资金额与投资案例            | 24 |
| 2~2 2003年中国创业投资的行业分布: 高新技术产业与传统产业          | 28 |
| 2~3 2003年中国创业投资阶段分布: 投资项目与投资金额             | 29 |
| 2~4 主要行业的投资阶段分布                            | 31 |
| 2~5 1995~2003年中国创业投资强度变化                   | 36 |
| 2~6 2003年中国创业投资不同行业的投资强度                   | 36 |
| 2~7 2002~2003年中国创业投资机构单项投资金额分布             | 38 |
| 2~8 2002~2003年中国创业投资联合投资的单项投资金额分布          | 39 |
| 2~9 2003年中国创业投资机构与其他类型投资机构的共同投资状况          | 40 |
| 2~10 2002~2003年中国创业投资的首轮投资与后续投资            | 41 |
| 2~11 2002~2003年中国创业投资单个项目的最低投资规模分布         | 42 |
| 2~12 2002~2003年中国创业投资单个项目的最高投资额分布          | 43 |
| 2~13 2003年中国创业投资的股权结构及其分布                  | 43 |
| 2~14 2002~2003年被投资机构的收入分布                  | 44 |
| 2~15 2002~2003年被投资机构的利润分布                  | 45 |
| 2~16 2002~2003年被投资机构的实收资本规模分布              | 46 |
| 2~17 2002~2003年被投资机构的雇员规模分布                | 46 |
| 2~18 2002~2003年被投资机构的经营时间                  | 48 |
| 2~19 2002~2003年中国创业投资项目较集中的前10个地区          | 48 |
| 2~20 2003年创业投资项目集中的10个地区的投资项目-被投资项目分布情况    | 50 |
| 2~21 主要地区的平均投资强度                           | 51 |
| 2~22 2002~2003年创业投资机构优先选择的前10个地区           | 52 |
| 3~1 截至2003年底累计创业投资项目的总体运作情况                | 57 |
| 3~2 截至2003年底累计创业投资项目的退出方式情况                | 59 |
| 3~3 2003年新增创业投资项目的退出方式分布                   | 60 |
| 3~4 2003年创业投资退出项目的地区分布                     | 61 |
| 3~5 2003年创业投资退出项目的方式和地区分布                  | 62 |
| 3~6 2003年退出比较活跃的部分创业投资公司                   | 62 |
| 3~7 2003年创业投资退出项目的投资回报率                    | 63 |
| 3~8 2003年中国创业投资机构当年收入的分布情况                 | 65 |
| 3~9 2003年中国创业投资机构上缴税收分布                    | 65 |

## 正文附图

|      |                                       |    |
|------|---------------------------------------|----|
| 1-1  | 1994~2003 年中国创业投资机构总量及其变化             | 8  |
| 1-2  | 2003 年中国创业投资机构的性质分布                   | 9  |
| 1-3  | 1995~2003 年中国创业投资总量及其变化               | 10 |
| 1-4  | 2003 年中国创业资本来源构成                      | 11 |
| 1-5  | 2002~2003 年境内创业资本来源分布                 | 11 |
| 1-6  | 2003 年中国创业投资机构资本增加量构成                 | 12 |
| 1-7  | 2003 年中国创业投资机构的管理资金规模分布               | 14 |
| 1-8  | 2003 年创业投资机构员工知识背景构成                  | 14 |
| 1-9  | 2003 年中国创业投资机构员工学历背景构成                | 15 |
| 1-10 | 2003 年创业投资机构的管理资金规模与员工人数分布            | 15 |
| 1-11 | 2003 年中国创业投资机构的地区分布                   | 16 |
| 1-12 | 2003 年剔除外资后的创业管理资金的地区分布               | 17 |
| 1-13 | 2003 年不同资金规模创业投资机构的地区分布               | 18 |
| 1-14 | 2003 年不同类型创业投资机构的地区分布                 | 19 |
| 2-1  | 2003 年中国创业投资的行业分布 (按投资项目)             | 25 |
| 2-2  | 2003 年中国创业投资的行业分布 (按投资金额)             | 26 |
| 2-3  | 中美创业投资的部分行业分布                         | 27 |
| 2-4  | 国家科技计划对创业投资项目支持                       | 27 |
| 2-5  | 2003 年中国创业投资的行业分布: 高新技术产业与传统产业        | 28 |
| 2-6  | 2003 年中国创业投资的阶段分布: 投资项目与投资金额          | 29 |
| 2-7  | 美国创业投资的阶段分布                           | 30 |
| 2-8  | 2003 年通讯行业的投资阶段分布                     | 30 |
| 2-9  | 2003 年医药保健行业的投资阶段分布                   | 31 |
| 2-10 | 2003 年新材料行业的投资阶段分布                    | 32 |
| 2-11 | 2003 年光电子与光机电行业的投资阶段分布                | 32 |
| 2-12 | 2003 年软件行业的投资阶段分布                     | 33 |
| 2-13 | 2003 年半导体行业的投资阶段分布                    | 33 |
| 2-14 | 2003 年生物科技行业的投资阶段分布                   | 34 |
| 2-15 | 2003 年传统制造业的投资阶段分布                    | 34 |
| 2-16 | 1995~2003 年中国创业投资强度变化                 | 35 |
| 2-17 | 2003 年中国创业投资不同行业的投资强度                 | 37 |
| 2-18 | 2002~2003 年中国创业投资机构单项投资规模分布           | 38 |
| 2-19 | 2002~2003 年中国创业投资联合投资的单项投资金额分布        | 39 |
| 2-20 | 2003 年中国创业投资机构与其他类型投资机构的共同投资状况        | 40 |
| 2-21 | 2003 年中国创业投资金额在 100 万元以下的其他投资机构投资规模分布 | 40 |



|        |                                |    |
|--------|--------------------------------|----|
| 2 - 22 | 2002~2003 年中国创业投资的首轮投资与后续投资    | 41 |
| 2 - 23 | 2002~2003 年中国创业投资单个项目的最低投资规模分布 | 42 |
| 2 - 24 | 2002~2003 年中国创业投资单个项目的最高投资规模分布 | 42 |
| 2 - 25 | 2003 年中国创业投资的股权结构及其分布          | 43 |
| 2 - 26 | 2002~2003 年被投资机构的收入分布          | 45 |
| 2 - 27 | 2002~2003 年被投资机构的利润分布          | 45 |
| 2 - 28 | 2002~2003 年被投资机构的实收资本规模分布      | 46 |
| 2 - 29 | 2002~2003 年被投资机构的雇员规模分布        | 47 |
| 2 - 30 | 2002~2003 年被投资机构的经营时间          | 47 |
| 2 - 31 | 2003 年中国创业投资项目的地区分布            | 49 |
| 2 - 32 | 主要地区创业投资项目与被投资项目               | 50 |
| 2 - 33 | 主要地区的投资强度                      | 51 |
| 2 - 34 | 创业投资机构未来的优先选择地区                | 52 |
| 2 - 35 | 创业投资机构的优先选择城市(意向)              | 53 |
| 2 - 36 | 创业投资机构对不同地区的政策评价               | 54 |
| 3 - 1  | 截至 2003 年底累计创业投资项目的总体运作情况      | 58 |
| 3 - 2  | 截至 2003 年底累计创业投资项目的退出方式情况      | 59 |
| 3 - 3  | 2003 年新增创业投资项目的退出方式分布          | 60 |
| 3 - 4  | 2003 年创业投资退出项目的地区分布            | 61 |
| 3 - 5  | 2003 年中国创业投资退出项目的投资回报率         | 63 |
| 3 - 6  | 2003 年中国创业投资机构当年收入的分布状况        | 64 |
| 3 - 7  | 2003 年中国创业投资机构的上缴税收分布          | 65 |
| 3 - 8  | 2003 年中国创业投资机构税收占收入比例的分布状况     | 66 |
| 3 - 9  | 创业投资机构所得税占税收比例的分布状况            | 66 |
| 4 - 1  | 创业投资机构获取项目信息渠道分布               | 69 |
| 4 - 2  | 影响创业投资机构决策的主要因素                | 70 |
| 4 - 3  | 创业投资机构对被投资企业的主要监管方式            | 71 |
| 4 - 4  | 创业投资从业人员应具备的专业素质               | 73 |
| 4 - 5  | 创业投资从业人员的专业素质缺陷                | 73 |
| 4 - 6  | 被投资项目经营不善的主要原因                 | 74 |
| 4 - 7  | 制约创业投资发展的主要因素                  | 75 |

# 绪 论

## 将新发展观衍化为切实有效的金融政策

王松奇

### 一、引言

党的十六大和十六届三中全会以来,中国新一代领导集体不仅形成了更加务实的施政风格,而且在治国理念方面还提出了以人为本、以民为重,在物质文明、精神文明基础上还要实现政治文明及在建设方针上要实现全面协调可持续发展的新发展观。这些新提法、新思路表明:中国共产党作为一个执政党在各种经验教训的总结中已越来越成熟,中华民族全面振兴的前景更加确定。

自1949年中华人民共和国成立以来,中国的经济社会发展已走过了两个阶段:第一阶段1949~1978年;第二个阶段:1979~2003年。在第一阶段的30年时间里,我们在经济上实行的是计划体制,在社会政治路线上强调阶级斗争及巩固政权;在第二阶段的25年中,我们将经济建设当成全党、全国的核心工作,并稳步实施了从计划经济向市场经济体制的初步转轨,增强了经济实力,人均GDP从200多美元增至1000美元,并连续25年保持经济增长世界第一的记录,使得中国成为世界经济政治格局中一个不容忽视的因素。尽管在第二阶段的25年中我们取得了极其巨大的发展成就,但是,在社会、经济乃至政治、文化等方面我们都有很多的经验教训值得认真总结,特别是在经济建设方面,我们更是交了很多的“学费”。这些“学费”大体有:(1)贫富差距越来越大;(2)生存环境被严重破坏;(3)资源浪费倾向难以遏止;(4)经济腐败愈益严重;(5)经济增速一旦提高后,短缺和过剩同时并存的结构性矛盾总是会重新成为制约经济正常发展的困扰因素。

上述种种问题的生成有多种多样的原因,我们可以从政策得失、制度缺陷及经济发展观等方面去一一检讨。例如,贫富差距越来越大说明我们没有很好处理公平与效率之间的关系并在收入调节及社会福利政策等方面存在疏漏;而环境破坏和资源浪费现象严重则说明:中国上上下下都存在着“透支未来,贻患子孙”的短期行为;经济热度提高后就会加剧结构失衡则说明:中国的投融资体制特别是在支配了全社会绝大部分货币资源的金融系统中还没有形成一个能自动提高资源配置效率的内在机制。

### 二、投资容易过热且效率低下的根本原因

从2003年6月开始,刚刚结束了“非典”疫情威胁的中国经济增长突然发力,又上演了一出令国外观察者瞠目结舌的“中国经济之谜”。至2003年年底,GDP增速达到了9.1%,这个增长速度不可谓不高,但是,一些外国经济学家根据用电增长率、房地产、汽车、钢铁、水泥、电解铝等行业的投资增速一口咬定:中国在GDP增长统计数字上至少瞒报了两个百分点以上,也就是说,在他们看来,中国2003年的GDP增长速度应当在11%以上。

如果我们认真对待外国经济学家的这些评论,那么,至少有两种可能性使我们均处于尴尬境地:一是统计部门造假没有向公众发布真实的统计数字;二是统计部门的职业操守无可指责,但中国的投资效率太低,已低到了使外国经济学家产生误解的程度。

根据我的了解,中国的统计调查程序是由地方统计部门上报汇总后由国家统计局加工完成的,在国家统计局的加工中的确存在着修正行为,但这种修正都是根据经验和其他来源的信息剔除地方上报数字中的“水分”,所以,从这一点说,近年来,中国的统计数字是真实可信的。如果扣除了中国统计数据瞒报的可能性,那么,高额投资换来的却是不理想的GDP增速。这一事实说明:中国经济建设中存在着大量的低效投资和浪费性投资。据分析,我国的投资效率不仅远低于发达国家,就是与印度相比也有较大的差距。从全社会投资对GDP的贡献率说,印度的投资效率要比中国高20%以上。

在过去的25年中,我国的经济体制及微观基础尽管已发生了相当巨大的变化,但是,经济增长方式并没有发生本质的变化,到目前为止,我国的各地党政首脑都普遍把追求GDP当成自己的主要目标之一,经济增长仍然靠高投入、低产出、低附加值的传统产业为主导力量,在全社会金融资源分布中,大量的货币资金总是向一般性短期成长型企业而非成长导向型和风险承受型企业倾斜。从2004年一季度的情况看:GDP增速为9.7%,全社会固定资产投资增速为43%,其中国有及国有控股投资增幅达46.1%,在各项投资中,地方项目投资增速为65%左右,中央项目投资增速仅为12%,银行发放的人民币贷款中,仅基建贷款就增加1700亿元,同比多增337亿元,其他中长期贷款增加1887亿元,同比多增加362亿元。以上几项统计数字最清楚地指明了谁在为投资过热做贡献以及中国投资效率低下的体制分析线索到底在哪里?

显然,地方政府和国有及国有控股企业是今年一季度以来中国投资过热的两股主导力量,而商业银行的基建贷款和中期贷款则为两股主导力量提供了不可或缺的资金支持。1998年以来,中国宏观经济面临的主要威胁是通货紧缩,是外需收缩后的内需扩张无力,因此,近5年多来,我们一直在关注微观主体投资消费的积极性问题。2003年下

半年至现在,当地方政府和企业的投资扩张冲动不可遏止、钢材水泥等大宗原材料价格高扬、全国20个省区又重新出现电力短缺现象时,我们又仿佛回到了1993年之前的那个部分行业结构失衡、生产资料求大于供的年代。一种经济现象如果能在不同的时间段里重复出现,就说明这种现象背后起作用的因素具有同质性。也的确如此,与10年前的情况相比,现阶段中国经济增长的主推动因素并未发生实质性的改变,具体说就是:地方政府首脑为政绩和官爵升迁而大做形象工程、产值工程,国有及国有控股企业仍然控制着大量优势产业、资源产业并继续受预算软约束规律支配,国有商业银行信贷依然是全社会货币资金分配的主渠道且循经济周期做动态正反馈运行。

再深入分析,地方政府、国有及国有控股企业及国有商业银行这三个市场参与主体的行为又是受哪些动机支配的呢?

中国的地方政府分为省区、地市、县市、乡镇四级,这四级政府首脑的行为主要由政绩规律支配。在追求政绩过程中,扎扎实实执政为民的官员以增加地税收收入和减少本地失业人口为经济建设的着眼点,夹杂着一己偏私的官员或以职位升迁为着眼点,或以权力寻租为着眼点。上述两种人不论其着眼点有何区别,都是坐在一条板凳上同中央政府博弈的力量。他们在发展地方经济中,大多数人的思路是向中央要项目、要政策、要核销以及千方百计从四大国有商业银行中尽可能多地取得贷款资金支持,至于项目的成效、政策的落实效果及国有银行资金的安全回收问题并不是他们考虑的重点。而且,在许多地方,各级政府在投资扩张中往往扮演不同的角色,那就是:省区一级的向中央要项目、要政策、要核销;地市县招商引资;乡镇则忙于卖地。总而言之,各级地方官员关注的是经济扩张过程而非真实的投资结果。这样,我们就会看到大量的政绩工程、形象工程以及明显的全局性重复建设却有利于扩大地方GDP的投资项目在争先恐后地上马,以致在2004年第一季度的全社会总投资中,地方项目投资增速居然超过了60%。

国有及国有控股企业是投资过热的一股中坚力量。在最近10年来,那些严重亏损的不占有行业或资源优势的国有企业已通过破产、转产、出售等手段被消灭了大部分。现在,当宏观经济出现明显上行态势时,那些仍保留下来的国有及国有控股企业依凭自己的天然优势出现盈利猛增的情况,这些企业的领导于是既有了进一步投资扩张的机会又有了扩张的初始资本。对这些企业领导者说来,至关重要的是控制权的膨胀,而企业投资的扩张则是推动控制权膨胀的有效手段。如果说,地方政府官员重视的是过程而不是结果的话,那么,对国有企业及国有控股企业的领导者来说,他们更重视的则是成本而非效益。因为一般情况下,国有及国有控股企业的领导者不能以权益资本的所有者参与利润的分配,因此,这些企业领导者的收入只能来自于企业成本。例如,这类企业可能不在意设备、原材料成本的价格而更在意谁具有设备和原材料的货币购买支配权,因为谁掌握了这一支配权谁就能获取回扣。由此推而广之,国有及国有控股企业一旦进行大规模投资,企业领导者实际上就成了这些投资所形成的增量货币购买权的支配者,这在回扣流行的情况下就会附带产生大笔的隐形收入。

在存在大量国有及国有控股企业的混合型微观经济基础条件下,现实的中国经济本质上是回扣经济,回扣费、中介费常常会成为不同所有制企业、企业与政府间大宗商品交易或投资行为的决定性引导因素。在城市土地批租中,由于交易费用足够刺激,房地产开发商在许多地区都能以远低于市场价格的价格增加自己的土地储备;在一般工业企业中,一个巨型的国有企业常常能和生产低技术含量产品的上游生产企业保持稳定的供求关系,如在国有汽车厂家中,大量质量低劣的零部件供应商属于技术落后的中小企业但却能拿到长期供货合同,实际上就是靠回扣维持其畸形的产业链条。这类的例子不胜枚举。中国的工业企业技术升级缓慢,国有及国有控股企业成本居高不下,管理者利用控制权寻租所产生的技术和财务阻碍效应已成了中国经济低效率成长的重要微观原因。

不可否认,在本轮投资过热中,民营企业投资和商业银行的放款行为也有相当的贡献率。民营企业的短期逐利行为导致许多资源性的民间资本大量涌入小钢铁、小水泥等与投资主流相关的行业和产业,这本身是市场失灵的一种表现。这类微观行为,就是在市场经济体制比较成熟的国家也难以避免。所以,在民营企业投资和商业银行放款行为中,关键还是分析后者。

从2004年一季度银行基建贷款和中长期贷款总计发放量已近3600亿元,而票据贴现贷款在银行信贷所占比重已明显下降这一新情况看,中国实体部门中的企业对长期资金的需要量已明显高于其对短期流动性的需求。中国的商业银行历来以一年期内的短期流动资金为资产业务的基本内容,现在,一旦出现基建贷款和中长期贷款猛增的现象,人们会不约而同地联想到资产和负债的期限结构匹配问题。另外,中国的商业银行体系本来就缺少长期放款机制。在传统的“一逾两呆”资产质量分析实践中,逾期贷款中也有相当一部分比重与我们过去的短期放款规定不合理有关。另外,在近些年出现的中长期贷款比重增速超常的现象背后,还有一个业内人士只可意会不可言传的原因,即:各级银行行长的短期行为动机在起作用。另外,我们都知道,在国有银行中,一个行长在自己的位子上能坐多久并不取决于其个人意愿或业绩,这要由上级任命决定,一届行长的任期通常只有四年。在这种干部体制下,一个行长在本任期中放的中长期贷款越多,其业务成本相对越少,只要保证利息按时回流就能有一个非常好看的工作业绩,而长期贷款期限一般都为五年、七年或十年,这样,贷款本金的返还一般都会成为下一任行长的事。所以,这是无风险或低风险业务。更进一步分析,在那些资金可得性较差的地区,实体部门中的企业为取得贷款总要支付一定的交易成本,对于一笔数额相等的贷款来说,其期限越长,企业所支付的交易成本就越多,相应地,银行的授信业务决策者所获得的收益也就越大。从这一点说,近年来,银行贷款中的基建贷款和中长期贷款增速相对更快些也是一种合乎规律的现象。

从上面的粗略分析可见,中国的投资过热应当从制度经济学、行为经济学以及干部考评制度缺陷等多方面进行分析才能看得更清楚些。遏制投资过热苗头,不仅需要出台恰当的宏观经济政策,而且还需要在政府改革、企业产权改革、干部制度改革、特别是金融体制改革等多方面进行努力。

### 三、如何用配套的金融政策落实新发展观

理论认识是政策调整和制度变革的先导,在对以往 25 年改革开放实践的经验教训进行认真总结的基础上,党的新一代领导集体提出了以人为本、坚持全面、协调、可持续发展的新发展观,这个新发展观是矫正我们在上面定义的中国经济建设“第二阶段”中错误趋向的思想指针,如果这一思想指针能在现有国情条件下迅速转化为具有可操作性政策法规或配套改革措施,那么,我们就可以大胆地宣称:中国的经济建设能够以 2004 年为起点而进入“第三阶段”。

“第三阶段”的经济发展目标应当是:(1)实现经济增长方式由速度型向效益型的转变;(2)在经济快速发展的同时实现生存环境的改善和社会各阶层福利水准的普遍提高;(3)初步建成完善的市场经济体制框架;(4)在大力发展科技教育的同时不断提高中国科技产业的国际竞争力,使中国由低端产品的生产和加工场地转变为以自主知识产权为支撑力量的科技产业大国。

上述目标能否实现关键取决于中央政府的决策和行政效率。在中国,由于能够自动调整资源配置效率的微观基础和金融机制尚未形成,因此当一定的发展目标靠“看不见的手”暂时很难实现时,最好的办法就是运用“看得见的手”即靠政府的行政、政策及制度调整等多种手段来强制或诱导微观主体改善行为,以加速国家战略目标的实现。行政或强制性手段应主要针对那些破坏和污染环境、浪费或过度耗费资源及经济腐败等微观行为;而政策或制度性诱导措施则用于改善储蓄——投资循环流程、引导资金自动流向

具有较高资源配置效率领域、有利于产业结构调整和国家经济竞争力提高等方面。最近一年来,本届政府在体察民情、贴近民众、支持三农等方面采取了很多令人称誉的步骤和措施,应当说,这些措施在本质上还属于社会政策而非经济政策。社会政策解决的是如何分配“馅饼”,从而使政权的拥戴程度不断提高的问题;经济政策则主要解决发展的效率即把可供全社会分配的“馅饼”尽量做大的问题。显然,“馅饼”这个比喻已指明了我们这些政策研究者的关注重点,因为“馅饼”足够大,我们的分配才不致于尴尬,但若只顾公平分配损害了“馅饼”制造者的积极性,从而使“馅饼”生产速度很慢甚至越来越小,社会方方面面的矛盾最终还会激化。世界各国的发展经验证明,一个国家生产效率和资源利用效率越高,可供分配的“馅饼”越大,社会全体成员的平均福利水准就越高。

在政府战略和政府权力越来越具有决定性作用的中国现行体制下,新发展观作为指导方针要尽快转化为配套的、具有可操作性的政策就必须立即进行各部委间的政策法规分工,特别是在建立能对资源配套效率提高起决定性作用的新金融机制方面尽快进行工作分工和协作部署。新金融机制应体现风险分散和下移的原则,应当最大限度地调动民间资本和国外资本的积极性,应当从放松管制中解放金融业的“生产力”,并在提高科学监管水平的过程中降低系统性金融风险。现代经济本质上是金融经济,货币金融要素是实体经济要素的牵引力量。因此,中央提出的新发展观能否落实,关键就看我们能否在 2004 年开始的中国经济发展“第三阶段”里形成一个发达、完善、有自动提高资源配置功效的金融体系,当然这一金融体系的实际形成完全取决于政府部门的决策和行政效率。

在这里,为什么要强调政府部门的决策和行政效率呢?我们可以从金融改革及创业投资体系建设的教训来反证这个问题的重要性。