

ZHONGGUO ZIBEN SHICHANG
REDIAN WENTI TOUSHI

王国刚 主笔

中国资本市场热点问题透视

——中国资本市场政策研究报告



中国金融出版社

中国资本市场热点问题透视

——中国资本市场政策研究报告

王国刚 主笔



中国金融出版社

责任编辑：邓瑞锁

责任校对：孙蕊

责任印制：丁淮宾

图书在版编目 (CIP) 数据

中国资本市场热点问题透视/王国刚主笔. —北京：中国金融出版社，2001.10

ISBN 7 - 5049 - 2635 - 3

I. 中… II. 王… III. 资本市场—研究—中国 IV. F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2001) 第 072714 号

出版 **中国金融出版社**

发行

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

发行部：66024766 读者服务部：66070833 82672183

<http://www.chinafph.com>

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 新艺印刷厂

尺寸 148 毫米 × 210 毫米

印张 9.625

字数 286 千

版次 2002 年 9 月第 1 版

印次 2002 年 9 月第 1 次印刷

印数 1—3090

定价 26.80 元

如出现印装错误本社负责调换

中国资本市场历史使命的深层思考(代序)

中国资本市场的 10 多年发展历程,给人们留下了诸多值得深入思考的问题。其中,一个最基本的问题就是,在中国,资本市场的使命是什么?毫无疑问,资本市场具有融资功能和重新配置资源的功能,属于金融市场的一部分,但在当今中国,仅仅从这样一个角度来认识资本市场的功能和使命,是远远不够的,还应当从实现经济体制和经济增长方式“两个转变”、推进经济的可持续发展、提高国际竞争力和保障经济安全等深层次上把握资本市场发展所具有的根本性意义。

00.1 重构社会财产关系与经济体制转变

中国资本市场从双重体制并存的环境中起步。计划经济是一种以政府(政府意志、政府目标和政府原则等)为轴心的经济格局;市场经济则是一种以国民(国民意志、国民目标和国民原则等)为轴心的经济格局。改革计划经济体制,必须改变政府部门运用计划机制直接经营管理各项经济事务,但这并不是最重要的;根本的问题在于,必须改变政府系统运用行政机制直接管理或直接插手于各项微观经济活动,有效建立以国民为轴心的经济格局。为此,需要解决两个基本问题:财产关系和政策基础。

100 多年前,马克思曾深刻指出:“一个除自己的劳动力外没有任何其他财产的人,在任何社会的和文化的状态中,都不得不为占有劳动的物质条件的他人做奴隶。他只有得到他人的允许才能劳动,因而只有得到他人的允许才能生存。”^① 在计划经济条件下,每个人只有符合计划要求才能就业才能劳动。要改变人身依附关系,使国民成为有着

^① 马克思:《哥达纲领批判》,《马克思恩格斯选集》第三卷第 5 页,人民出版社,1972 年版。

独立人格的经济主体,首先必须改变传统的财产关系。在发达国家历史上,国民的财产基础最初是通过“血与火”的资本原始积累过程而形成的,但中国不可能走这条路。自我创造、自我积累,是中国国民资本积累的基本机制。10多年来,随着资本市场发展,劳动价值、知识价值和资本价值的认定机制初步形成,国民消费剩余的货币大量转化为证券投资和实业投资,劳动、技术、资本等多要素参与收入分配的机制开始确立。

国民财产的形成,深刻改变着国民的行为和社会财产结构。安居乐业,“安居”绝非意味着只要有个住所就行,更重要的是在财产基础上明确各自的社会定位、社会信用和社会行为并实现自我价值。邓小平关于“让一部分人先富起来”的思想,贯彻到底就是要让国民普遍建立其得以健康发展的财产基础。财产可分为消费性财产和投资性财产。国民的投资性财产,是企业资本性资产的基本来源,是社会财产结构中的基础性部分。几百年来的历史证明,缺乏国民财产、国民投资,既不可能有一个良好的企业资产结构和社会财产结构,也不可能形成真正的市场经济规则。20世纪80年代以来,中国企业中发生的行为短期化、高负债率、规模不经济、创新不足、经济效益低下等一系列现象,一个极为重要的原因就在于,过度依赖银行金融,严重忽视国民投资和国民财产的基础性地位;而政企不分、企业改革步履维艰、农村改革效能递减、政府职能难以转换等等,根本性原因也在于,我国的经济社会财产结构迄今仍未建立在国民投资和国民财产的基础上。国民经济乃是国民的经济,要建立以国民为轴心的经济,就必须着力推动国民财产的形成,并以此为基础,重构社会财产结构。

在经济全球化的背景下,国家经济安全成为各国注目的一个焦点。马克思主义告诉我们,政府作为行政主体,是不创造价值的;古今中外任何一个国家的政府,自成立第一天起,上帝就没给过一分钱。政府的财产总是来自于国民财产和国民创造的财产。日本泡沫经济破灭、东南亚和韩国金融危机等事件的最终财产支付者,是这些国家的国民。为此,保障国家经济安全,不应成为体制复归、限制国民财产形成和发展的理由,恰恰相反,只有积极推进国民财产的积累和快速增长,使每

个国民都从关心自己切身利益出发来关心经济社会的各项事业和财产运用,才可能真正防止各种类型的财产浪费和财产流失。

推动国民财产形成、重构社会财产结构、促进体制转变,是中国资本市场的一项历史使命。离开了这一内容,中国资本市场的成长就将偏离市场经济轨道,其运行规则就将扭曲。10多年来,中国资本市场的发展牵动着社会各方的“神经”和“视听”,一个基本原因就在于此;其今后发展,也需以此为一个基本点。

00.2 重新配置社会资源与经济增长方式转变

资源稀缺,是各国各民族面对的普遍性现实。中国经济的任务,不在于从资源的稀缺性中得出“短缺经济”的结论,而在于有效配置资源、走向经济繁荣,为此,必须改变运用行政机制配置资源的格局,形成按照市场规则重新配置社会资源的新机制。在实体经济部门中,任何经济活动都是由多种资源组合配置而形成的,其中,经济技术规则占据决定性地位。经济技术规则反映了市场竞争、技术进步、产品创新和产业发展等方面的要求,但它本身并无法调度、协调和解决资源配置中的各种权益关系,难以从权益关系出发激励资源的创造、流动、功能发挥和再配置。资本市场通过维护和协调权益关系来推进资源有效配置,其功能是经济技术规则不可替代的。传统体制中的中国经济,并非没有经济技术规则,但的确没有资本市场。一个资本市场不发达的国家,不可能有一个良性循环、健康发展的国民经济,也不可能步入现代经济强国的行列。

经济货币化,是传统的实体经济步入现代市场经济的重要机制。通过货币化机制所建立的交易平台,将产品转化为商品,只是经济货币化的最初步骤。要充分发挥市场机制配置资源的功能,经济货币化必须向深层次发展,即逐步实现资源的资本化和资产的证券化。迄今,中国的经济货币化进程还主要表现为产品的商品化,而资源的资本化、资产的证券化过程刚刚起步。80年代以来,中国的产业结构和粗放型增长方式,是以产品的商品化为基础的。要实现经济增长方式由粗放型

向集约型转变,必须实现土地、知识产权和资金等资源的资本化和资产的证券化。在缺乏资源资本化和资产证券化的条件下,市场机制难以有效地调节各类资源的配置,也就难以实现经济结构的优化升级。

知识经济是一个将知识转变为经济的过程。此间,确认人力资本、保障知识权益、评价知识价值和实现知识资本化,对激励知识创造、推动高新技术开发和高新技术产业化,具有决定性意义。中国需要引进新知识和先进技术,但不能依赖“引进”,必须创造具有自我知识产权的高新技术成果。为此,发挥资本市场功能,鼓励创业投资,至关重要。在缺乏资本市场机制的条件下,人力资本价值难以充分确认,知识创造难以在全社会范围展开,高新技术供给将严重短缺,高新技术产业化和产业结构升级都将面临严重困难。

土地是不可再生的自然资源。在经济发展过程中,人力、技术、设备、厂房等生产要素的价值因无形损耗而减少,惟有土地因稀缺性增强而长期增值。明确土地产权、保障土地价值和实现土地资本化,是实现土地资源有效配置的前提性条件,也是从根本上解决中国“三农”(农村、农民、农业)问题的重要机制。只有在资本化和证券化的基础上,土地才可能真正进入产业资本的市场化配置选择范畴,工业资本、金融资本才可能深入农村和农业,农业的产业化、农业的内部结构优化、农业与其他产业的协调发展等等,才能有效展开。

资金价值通过市场过程而确认。市场的认定过程,同时就是资金的资本化和资金的证券化过程。在现代经济中,证券发行和证券交易成为资金融通的重要渠道,利率形成不仅受到工商企业对资金需求的影响,而且受到证券发行和证券交易的严重影响,在一些发达国家中甚至出现了以证券金融替代银行金融的趋势。在资本市场不发达的条件下,利率定位、资金定价是不充分的,与此对应的资源配置也难以实现效率最优。

经济增长方式转变,是一个运用新机制调动新资源并重新配置资源的过程。在这个过程中,资本市场机制发挥的状况,不仅影响着新资源的开发态势、可进入市场配置的资源数量,而且影响着经济效率的高低、经济增长方式转变的快慢,而这一切最终将影响到民族经济的国际

竞争力和国民经济的可持续发展。考虑到加入世界贸易组织以后,国内市场将转变为国际市场,情形尤为如此。

00.3 政府职能的转变和“三公”原则的落实

10多年历程中,中国资本市场快速走向规范,但政府干预依然存在。资本市场不同于货币市场,它只能监管,不能调控。过分的政策导向和政策干预,严重影响了资本市场的规范运行和“三公”(公开、公平、公正)原则的有效落实,为此,积极推进政府职能的转变,是资本市场发展应着力解决的一个基本问题。

实现政府职能转变,在资本市场发展中,需要解决3个问题:第一,政府部门定位。对任何一个国家来说,政府应站在全社会的角度履行其职能,而不应简单成为某种经济成分的代表,中国也不例外。第二,法治规范。一方面法律法规应从调整和规范各类经济成分的行为出发,有效贯彻“三公”原则,而不应简单地倾向于某种经济成分、为这种经济成分服务;另一方面,政府部门的政策和行为既应重视遵纪守法也应公正执法,不应出台与法律法规要求不协调的政策,更不应忽视法律法规规范直接干预资本市场走势。第三,行为取向。政府部门的行为不在于取代市场功能,而在于维护市场规则和弥补市场功能缺陷,因此,凡是市场机制能解决的问题应交还市场去解决,以改变以自我好恶来引导市场走向甚至代替市场选择的现象。

马克思主义认为,社会上的每个人都是有意识的,其行为都是自觉的、理性的^①。那种认为个人行为是自发的盲目的观点,是错误的。在资本市场中,任何机构总是由人构成和运作的。没有个人的自觉和理性,就没有机构的自觉和理性。但与经营机构、机构投资者等相比,个

^① 恩格斯在《路德维希·费尔巴哈和德国古典哲学的终结》中指出:“在社会历史领域内进行活动的,全是具有意识的、经过思虑或凭激情行动的、追求某种目的的人;任何事情的发生都不是没有自觉的意图,没有预期的目的的。”《马克思恩格斯选集》第四卷第243页,人民出版社,1972年版。

人投资者无权无势,权益最容易受到伤害,同时,他们又是资本市场的最基本支持者和资金供给者,由此,维护个人投资者的权益是保障资本市场规范健康发展的一个基本点。“三公”原则是维护资本市场投资者权益的基本机制。“公开”,不仅应及时全面地披露正面信息,而且应充分披露可能伤害投资者权益的各种负面信息,改变应公开披露的信息通过内部渠道传递的机制和现象;“公平”,在政策上,应平等对待个人投资者和机构投资者、平等对待不同经济成分的经营机构和机构投资者,强化对经营机构和机构投资者的监管,坚决制止和惩处内幕交易、操纵股市的行为;“公正”,一方面有关法律法规应从全社会出发平等地对待各种经济成分和各种投资者,另一方面,执法和监管必须公正,该揭露的问题必须揭露,该破产该摘牌的上市公司必须破产摘牌,该追究的违法违规行必须追究。违背“三公”原则,不仅股东权益、投资者权益将受到伤害,更严重的是,资本市场的发展前景将受到严重伤害。

现代金融是以资本市场为重心的金融。在美国,仅共同投资基金资金量就已达 12 万多亿美元,明显超过了商业银行的存款量和贷款量;在日本,摆脱泡沫经济困扰、防范金融风险的一个主要举措是开放资本市场、加快资本市场的自由化进程。经过 20 多年的改革,中国国民收入分配格局已发生根本性改变,国民已成为经济运行和经济发展的主要资金供给者。如若继续坚守银行金融为主的政策取向,在贷款资金大幅增加、企业负债率继续提高的条件下,不仅银行风险、企业财务风险将增大,社会资产结构中债务资产比重将上升,而且经济的持续发展将因风险快速累积而受到威胁。目前中国经济运行中的各主要问题与资本市场发展不足直接或间接相关。加快资本市场发展、重构以资本市场为基础的金融结构,既是 21 世纪中国经济发展和经济安全的历史选择,也是 21 世纪中国金融和中国资本市场的基本走势,由此而言,转变政府职能、落实“三公”原则有着更为重要而深远的意义。

王国刚

2002 年 8 月 28 日

目 录

第一编 资本市场发展的政策研究

第 01 章 “十五”期间的资本市场发展	(1)
01.1 “九五”期间的资本市场发展	(1)
01.2 “十五”目标与加快资本市场发展的紧迫性	(3)
01.3 加快资本市场发展的若干政策建议	(6)
第 02 章 “新经济”、“网络经济”和“财富效应”	(11)
02.1 新经济与网络经济	(11)
02.2 网络经济与网络公司	(14)
02.3 网络股与财富效应	(18)
第 03 章 治理通货紧缩与发展资本市场	(23)
03.1 中国的“通货紧缩”并非货币不足	(23)
03.2 增加财政支出不足以解决中国的“通货紧缩”	(25)
03.3 发展资本市场 走出“通货紧缩”困境	(29)
第 04 章 中国股市走势与经济走势的异动机制探析	(32)
04.1 股市走势与经济走势的异动	(32)
04.2 引致股市走势与经济走势异动的机理	(35)
04.3 若干理论问题的辨析	(38)
04.4 股市走势与经济走势异动的消解	(41)
第 05 章 减持国有股的难点、条件和可选择方案	(43)
05.1 减持国有股的若干操作难点	(43)
05.2 减持国有股的若干前提条件	(47)
05.3 减持国有股的可选择方案	(50)
附:略论国有股减持中的三个认识问题	(56)

第 06 章	民间投资的下降成因、增长难点及政策选择 ·····	(61)
06.1	民间投资增长率下降的成因·····	(61)
06.2	民间投资增长的难点·····	(63)
06.3	促进民间投资增长的政策选择·····	(65)
第 07 章	西部开发中应注意的几个问题 ·····	(68)
07.1	制度选择:观念转变与体制转变·····	(68)
07.2	金融支持:产业发展与资本市场·····	(70)
07.3	土地产权:资源优势和经济优势·····	(73)
第 08 章	资产管理公司运作中的若干政策问题 ·····	(76)
08.1	资产的“国有”性质·····	(76)
08.2	“资产”与“财产”的关系·····	(78)
08.3	债务人与信用关系·····	(79)
08.4	不良债权的“购买”与“信托”·····	(80)
08.5	不良债权转变为“优良股权”·····	(82)
	附:社会股权:“债转股”的必由之路·····	(83)
第 09 章	债转股:资产管理公司运作及风险研究 ·····	(85)
09.1	“债转股”的内涵和基本情况·····	(85)
09.2	债转股的若干理论问题探讨·····	(87)
09.3	债转股的若干操作问题探讨·····	(93)
09.4	债转股的若干风险探讨·····	(96)
第 10 章	虚拟经济并非虚假经济 ·····	(103)
10.1	实体经济与虚拟经济的基本关系·····	(103)
10.2	实体经济与虚假经济的关系·····	(105)
10.3	虚拟经济与虚假经济的关系·····	(107)
10.4	若干政策建议·····	(109)
第 11 章	2000 年中国资本市场热点研究回眸 ·····	(112)
第 12 章	百年金融变迁之点评 ·····	(118)
12.1	金融资本的形成和世界经济格局的变化·····	(118)
12.2	金融业经营格局的调整和国际货币体系的重构·····	(119)

-
- 12.3 金融全球化与国际间金融监管合作 (121)
- 12.4 中国金融改革与金融发展 (123)

第二编 创业板市场的政策研究

- 第 13 章 建立多层次资本市场体系 推进创业投资成长** (126)
- 13.1 创业投资:基本内涵和主要特征 (126)
- 13.2 资本市场:推动创业投资的金融支持 (128)
- 13.3 多层次:支持创业投资的资本市场体系 (131)
- 13.4 第二板市场:主要运作规则的简要构想 (134)
- 13.5 场外市场:重新定位与运作要点 (137)
- 第 14 章 设立“创业板”中的几个认识问题** (142)
- 14.1 设立创业板市场的主要目的 (142)
- 14.2 创业板市场的基本定位 (145)
- 14.3 创业板市场的运作取向 (148)
- 第 15 章 创业板公司上市的几个政策性问题** (151)
- 15.1 关于无形资产问题 (151)
- 15.2 关于申请股票发行和上市的条件问题 (154)
- 15.3 关于建立股权激励约束机制问题 (157)
- 第 16 章 创业板市场的风险探析** (161)
- 16.1 创业板市场的设立风险 (161)
- 16.2 近期创业板市场的运行风险 (163)
- 16.3 创业板市场的发展风险 (166)
- 第 17 章 创业板:如何看待民营企业上市** (172)
- 17.1 关于自然人股东出售股份问题 (172)
- 17.2 关于“扩大贫富两极分化”问题 (176)
- 17.3 关于发行前注册资本数量问题 (180)
- 第 18 章 创业板上市应注意的 8 个问题** (184)
- 18.1 关于股票发程序 (184)

18.2	关于“买壳”、“借壳”上市	(186)
18.3	关于公司注册资本	(188)
18.4	关于公司改制	(190)
18.5	关于内部职工股	(193)
18.6	关于资产重组	(196)
18.7	关于多元化经营	(198)
18.8	关于定向募集公司	(199)

第三编 投资基金实践的政策研究

第 19 章	证券投资基金的 4 个认识“误区”	(201)
19.1	证券基金本身并不具有稳定股市的功能	(202)
19.2	证券基金本身并不具有分散股市风险的功能	(206)
19.3	基金的投资收益未必一定高于股民投资的 平均收益	(211)
19.4	发展机构投资者不等于仅仅发展证券基金	(213)
第 20 章	证券投资基金发展的几个政策问题	(218)
20.1	证券投资基金的制度建设	(218)
20.2	中外合资基金的设立	(223)
20.3	发展开放式证券基金	(225)
20.4	设立对冲基金的条件尚不成熟	(230)
第 21 章	发展产业投资基金中的若干政策选择	(233)
21.1	产业投资基金与风险投资基金的关系	(233)
21.2	中国的认识误区和实践误区	(236)
21.3	政策选择和发展条件的创造	(239)
第 22 章	保险基金入市的难点与政策选择	(242)
22.1	保险资金投资运用的成因	(242)
22.2	中国保险投资存在的问题	(244)
22.3	发达国家保险资金运用:比较、分析与借鉴	(245)

22.4	发展中国保险投资的若干政策建议	(250)
------	-----------------------	-------

第四编 股票期权制度研究

第 23 章	股票期权制度的基本内涵与理论分析	(253)
23.1	引言	(253)
23.2	股票期权制度的基本内涵与主要特征	(254)
23.3	委托—代理关系的财务效应分析	(256)
第 24 章	股票期权制度的 10 个要点和运作选择	(261)
24.1	股票期权的授予主体	(261)
24.2	股票期权的授予对象	(262)
24.3	行权价	(263)
24.4	行权价构成	(264)
24.5	行权期	(265)
24.6	执行期	(266)
24.7	股票来源	(266)
24.8	股票期权的余额总量	(268)
24.9	个人股票期权的数量	(269)
24.10	业绩考核指标	(271)
第 25 章	中国股票期权的实践、难点与政策选择	(274)
25.1	股票期权的衍生模式	(274)
25.2	中国股票期权的实践模式	(276)
25.3	中国实行股票期权制度的难点	(280)
25.4	实行股票期权制度的若干政策建议	(287)

第一编 资本市场发展的政策研究

第01章 “十五”期间的资本市场发展

如何在“九五”成就的基础上,进一步加速资本市场的健康发展,以促进“两个转变”的实现,保障经济的可持续发展,是一个亟待深入探讨的课题。

01.1 “九五”期间的资本市场发展

“九五”期间,随着“在规范中发展、在发展中规范”的政策落实,中国资本市场,在快速成长的同时日臻完善,在国民经济中,扮演着越来越重要的角色。“九五”期间,资本市场发展的主要表现有三:

1. 资本市场的制度框架初步形成。资本市场的规范化建设,以制度建设为基础。“九五”期间,我国先后出台了《中华人民共和国证券法》、《证券投资基金管理暂行办法》、《可转换公司债券管理暂行办法》等法律法规及有关股票发行、证券交易、信息披露、从业资格认证、会计制度、证券经营机构监管等一系列具体管理法规,同时,中国证监会及有关部门加强了监管和执法力度,初步形成了“有法可依、执法必严”的资本市场法治结构。

2. 资本市场的基本功能初步展示。1996~1999年的4年间,沪深两市A股上市公司数量从253家增加到947家,平均每年新增170家左右;通过发行新股(包括送配股),上市公司每年从资本市场上获得的资本性资金,从1996年前的不足200亿元,上升到1999年的800多亿元;股票日成交金额从1996年5月以前的2亿~3亿元猛升至1999年

5月以后的200亿~300亿元。国债的年发行量从1500亿元左右快速增加至3500亿元以上;1998年开始了新投资基金证券和可转换公司债券等证券品种的发行,到1999年底,新发行的证券投资基金达22只、面值300亿元左右;此外,境内公司的海外上市也得到了快速发展。

证券发行和证券交易的活跃,为居民投资、企业购并、资产重组、股权转让等提供了有利的市场条件。1996年5月以后,随着利率连续7次下调,居民投资于国债、股市和基金的资金数量大幅增加,到1999年底,沪深两市的开户数合计达近4500万户。与此同时,企业间的股权置换、资产重组、公司购并等普遍展开,有力地促进了经济结构的调整;1999年4家金融资产管理公司相继投入运行,“债转股”成为资本市场的一个新热点,也成为促进经济结构调整的一个新机制。

3. 资本市场的影响力初步展现。1996年以后,资本市场的发展有力地推进了企业公司化改革,绝大多数国有企业已明确了建立有限责任公司或股份有限公司的改革思路,相当多非国有企业也正朝着现代企业制度的路子进行改制;在买方市场条件下,资本竞争正在成为企业竞争的一个重要机制,为此,诸多企业为“争夺制高点、迈上新台阶”而努力争取发行股票并上市;上市公司利用其雄厚的资金实力,展开了大规模的高科技投资、新产品生产以及企业购并、资产重组,快速实现着产业结构、资产结构、技术结构等方面的调整;资金供给者(不论是政府部门、银行,还是企业、居民)更加关注资金需求者(企业或项目)的资金用途、资产质量、资产流动性、资产收益率、发展前景等方面的状况,由此,资本约束初步形成;出于保障和维护股东权益,完善公司内部治理结构,建立必要的激励机制和约束机制,已成为众多投资者关注的一个焦点。可以说,资本市场的影响力度,已不仅深入到金融领域的各个方面,而且深入到了实体经济部门的各个方面;不仅影响了各相关政府部门的行为和决策,而且影响了众多金融机构、工商企业、城乡居民及其他主体的行为。在经济运行和经济发展中,资本市场已成为不可或缺的因素和机制。

01.2 “十五”目标与加快资本市场发展的紧迫性

加快资本市场的发展,对实现“十五”期间的经济增长和经济发展目标,具有极为重要的意义。主要理由有四:

1. 扩大内需,客观上,要求加快资本市场的发展。1996年以后,随着经济结构调整,国内经济增长速度逐步回落。1998年以后,内需不旺、物价持续下落成为一个严重影响经济增长的因素,为此,我们采取了一系列较为宽松的货币政策和财政政策。这些政策措施,从实施结果来看,虽然保障了7%左右的经济增长率,但未能有效达到预期目标——内需不旺、物价下落的态势并未明显改变。

值得强调的是,内需不旺、物价下落并非由货币供给不足引致,而是由货币需求不足引致。90年代以后,随着国民收入分配格局的变化,城乡居民已成为资金的主要供给者。1996年以后,连续7次降息,并未引致城乡居民减少储蓄、扩大消费,相反,城乡居民的储蓄存款从1995年底的29662亿元增加到1999年底的近60000亿元,增加了30000多亿元;同期,全国金融机构的存差数额(即存款大于贷款的数额)从3324.2亿元增加到12000多亿元。这说明,不论从资金的原始供给者(居民),还是从资金的贷放者(银行等金融机构)来看,资金的供给都是充分而富裕的,在此条件下,放松货币政策,增加货币供给,只能使富裕货币进一步增加。

银行等金融机构中的大量存差资金所以难以贷放出去,转化为工商企业的营运资金或投资资金,一个基本原因是,大量企业(不论是国企还是非国企)的资产负债率过高。它们现有的净资产已普遍抵押过两遍以上,已有的债务不仅常常难以按期偿还,而且一再逾期。在此条件下,按中国1995年出台的《贷款通则》规定,这些企业实际上已失去申请贷款的资格(即货币需求的资格),因此,难以获得贷款资金。另一方面,按1996年国务院出台的投资项目资本金制度规定,要进行项目投资,投资者首先需要拥有规定数量的资本金,由于缺乏资本金的来源,绝大多数工商企业虽有投资愿望,但难以展开投资行为,也无法得