

前 言

本课题是以国家发展计划委员会投资研究所、经济研究所为主组成课题组，并邀请国家发展计划委员会经济政策协调司、中国证券监督管理委员会、中国光大投资咨询公司等单位的有关专家共同完成的。在完成课题的过程中，课题组成员翻阅了大量的参考文献和资料；走访了北京、上海、深圳、香港等地的政府机关、银行、证券交易所、证券投资公司、上市公司和大型企业共 40 余个单位，与有关的专家座谈，征求意见和收集资料；为课题的完成奠定了基础。在课题组成员的共同努力下，经过一年多的工作，完成了 1 篇总报告和 12 篇分报告。

课题组

2000 年 5 月

课题组的组成及分工

课题组组长：

张汉亚 国家计委投资研究所所长、研究员。负责课题总体设计，分报告的审改，主报告的撰写。

课题组副组长：

林志远 国家计委经济研究所财政金融研究室主任、研究员、博士。参与课题总体设计，负责部分分报告的审改，分报告九的撰写。

课题组成员：

程 选 国家计委投资研究所资本市场研究室主任、研究员。负责分报告三和分报告四的撰写。

张长春 国家计委投资研究所国际投资研究室主任、副研究员、硕士。负责分报告二的撰写。

杨 萍 国家计委投资研究所资本市场研究室副主任、副研究员、博士研究生。负责分报告七的撰写。

刘立峰 国家计委投资研究所资本市场研究室副研究员、博士。参与主报告的撰写，负责分报告一的撰写。

吴亚平 国家计委投资研究所体制法规研究室助理研究员、硕士。负责分报告十一的撰写。

姜 明 国家计委投资研究所副研究员，硕士。参与分报告三的撰写。

- 宋 立 国家计委经济研究所财政金融研究室副主任、副研究员、博士。负责分报告六的撰写。
- 李 昆 国家计委经济研究所财政金融研究室副研究员、博士。负责分报告十的撰写。
- 倡俊泽 国家计委经济研究所财政金融研究室助理研究员、硕士。负责分报告十二的撰写。
- 韩凤芹 国家计委经济研究所财政金融研究室助理研究员，硕士。参与主报告的撰写。
- 刘健钧 国家计委经济政策协调司博士。负责分报告五的撰写。
- 黄运成 中国证监会政策研究室副主任、博士。负责分报告八的撰写。
- 高小真 中国证监会政策研究室处长、博士。参与分报告八的撰写。
- 傅 斌 中国光大投资咨询公司博士。参与分报告十一的撰写。

《中国经济学术基金》课题

中国资本市场的 培育和发展政策研究 目 录

主报告：中国资本市场的发展及其政策取向	P1
一、在我国发展资本市场的意义	
二、改革开放以来中国资本市场的主要变化	
三、中国资本市场功能分析	
四、我国资本市场的运行效率	
五、资本市场的金融风险分析	
六、我国资本市场的主要问题与原因分析	
七、发展我国资本市场的政策建议	
分报告一：我国中长期信贷市场的发展状况	P84
一、中长期信贷市场的发展过程	
二、中长期信贷市场发展的原因	
三、中长期信贷市场的发展缺陷	
四、中长期信贷市场的运行效果	
五、中长期信贷市场的发展策略	
分报告二：股票市场的发展与功能分析	P108
一、我国股票市场发展现状	
二、股票市场功能现状	
分报告三：国债规模增长与市场发展	P123
一、我国国债发展过程的回顾	

- 二、我国国债的发行方式和流通市场
- 三、我国国债的结构
- 四、我国国债规模的增长前景和应注意的问题

分报告四：企业债券融资的发展与问题 P134

- 一、我国企业债券融资的发展历史
- 二、对企业债券发行历史的反思
- 三、我国企业债券难于发展的原因分析

分报告五：中国投资基金业发展对策 P143

- 一、中国投资基金业取得的成就
- 二、中国投资基金业存在的一些问题
- 三、中国投资基金业进一步发展的对策思考

分报告六：证券市场体系的建立与完善 P159

- 一、中国证券市场体系的初步建立
- 二、中国证券市场体系现状与存在的主要问题
- 三、进一步健全完善现行股票、债券市场体系
- 四、积极发展中小企业股票市场与地方证券市场

分报告七：金融创新与资本市场发展 P175

- 一、金融创新的一般意义
- 二、在我国开展金融创新的背景分析
- 三、我国资本市场发展面临的主要问题
- 四、我国金融创新实践及其意义
- 五、政策建议

分报告八：中国证券市场的监管体制 P201

- 一、证券市场监管体制沿革及现状
- 二、中国证券市场监管中存在的问题

- 三、改革方向-影响监管工作的因素
- 四、面向二十一世纪的证券监管工作

分报告九：资本市场产权交易的法律约束 P219

- 一、法律约束的必要性和现实意义
- 二、法律约束的构成要素
- 三、有关法律体系的现状和存在的问题
- 四、中国立法制度与国际惯例比较存在的差距
- 五、强化资本市场法律约束的改革建议

分报告十：国有企业改革与资本市场发展 P236

- 一、国有企业改革与资本市场发展的基本关系
- 二、国有经济战略性重组与国有上市公司资产重组
- 三、国有企业的资本运营与股票市场的活跃
- 四、国有股配售与股票市场稳定发展的关系
- 五、国有企业融资与企业债券市场的建设问题

分报告十一：资本市场中介机构的培育和规范 P248

- 一、资本市场中介机构的现状和问题
- 二、关于培育和规范中介机构的建议

分报告十二：中国资本市场的国际化进程 P261

- 一、全球资本市场国际化的趋势
- 二、中国资本市场走向国际化的探索
- 三、中国资本市场国际化的双重效应和现实障碍
- 四、中国资本市场国际化的战略选择和对策建议

《中国经济学术基金》课题

《中国资本市场的培育和发展政策研究》主报告

中国资本市场的发展及其政策取向

内容提要：资本市场是我国市场经济不可缺少的组成部分，它的发展对我国经济整体发展具有重要的影响。本文从深入研究资本市场在我国发展的重要的意义和改革开放以来我国资本市场的主要变化入手，对我国资本市场的功能、运行效率、金融风险进行了系统分析，并在对我国资本市场存在的主要问题与原因进行深入分析的基础上，分别在正确认识资本市场的地位和作用，改进中长期信贷管理，规范证券市场，设立二板市场，发展完善债券市场体系，促进金融创新，培育和规范中介机构，推进我国资本市场的国际化，法规建设等九个方面提出了政策建议。

“资本市场”（Capital market）作为具有特定意义的市场，与“市场”本身的定义一样，包含两层意义，一是指进行资本交易的场所，二是指资本供给和对资本有支付能力需求的关系。在宏观经济学中，资本市场是与劳动力市场、技术市场、土地市场并称的生产要素市场，又是与产品市场、劳动市场并列的三个主要的总量市场之一。商品的产量与价格是体现产品市场运行状况的指标；就业水平和劳动价格（工资）是衡量劳动市场作用的指标；可利用的资金量及其价格（利率）是表现资本市场活跃程度的指标。

资本作为货币的一种转换形式，在许多情况下是在金融市场中运作的，但资本市场与金融市场或货币市场既不是完全重合的，也不是从属的关系，而是“你中有我，我中有你”的相交关系。因为只有可以带来剩余价值的货币才能称为资本，作为非资本运作的资金借贷则不能归入资本市场的范围，而作为产权交易的资本运作不属于金融市场或货币市场的范畴¹。

¹ “资本市场涵盖金融市场和产权市场两个方面”（《帕尔格雷夫经济学辞典》P341）。

但一些经济学家在使用资本市场概念时，往往是将整个货币金融活动纳入资本市场范畴。例如斯蒂格利茨在他的《经济学》中这样写道：“在研究通货膨胀时，我们着重研究货币、信用，或在更广泛的意义上来说研究资本市场”¹。而在金融理论中，又是把资本市场作为金融市场(Financial market)的一个组成部分，通常是依据要求权的期限将整个金融市场划分为：交易短期金融资产的货币市场和交易长期金融资产的资本市场。传统上短期与长期的界限为一年²。

这些金融（货币）市场与资本市场的区分并没有严格的经济学意义，现实中两个市场也很难泾渭分明地分开建设与管理。国外一般以“金融市场”为题的著作，研究内容都包含货币市场与资本市场；而以“资本市场”为题的金融著作实际上也是针对整个金融市场进行研究，例如由诺贝尔经济学奖获得者弗朗哥·莫迪利亚尼(Franco Modigliani)和弗兰克·J·法博奇(Frank J. Fabozzi)合著的《资本市场：机构与工具》(Capital Markets: Institutions and Instruments)中就是如此。

资本市场具有“使资金从没有生产性投资机会的人（储蓄者）那里流向有这种机会的人（投资者）手中”的基本功能。而这一基本功能的实现来自复杂得多的资本市场要素和金融工具的组合，及其一系列运行机制。

资本市场是长期金融资产的交易场所。市场上的交易除极少部分能够直接实现交易（直接融资）外，形形色色的参与者对交易期限、风险及收益的偏好通常是不吻合的，大量的交易是通过多姿多彩的金融工具实现，金融中介机构的活动将最终债务变为适合公众偏好的各种金融工具；使得“资金最终所有者的权利一般都不同于资金最终需求者的发债条件”得以协调，进而完成资金从储蓄向投资的转移。

一、在我国发展资本市场的意义

对于任何一个国家，没有资本积累就谈不上经济的发展，同样，

¹ J.E.斯蒂格利茨《经济学》，中国人民大学出版社，1997 中译本下册，P38。

² F.S.米什金《货币金融学》，中国人民大学出版社，1998 中译本，P：28。

没有资本的有效配置，要实现令人满意的经济发展也是不可能的。无论从理论还是从实践中看，资本的筹集和配置都是经济发展的中心问题。特别是对于我国这样处于社会主义初级阶段的发展中大国，资源的开发和经济建设需要投入大量的资金，能否筹措到必需的巨额资金并有效利用这些资金，更是实现国民经济工业化和现代化的关键问题。资本筹措和配置之所以是经济发展的中心问题，不仅因为由资本运动所推动的资源开发和供给，本身就构成经济发展的必要物质前提，而且因为适当的筹资机制的形成正是经济成熟和经济发达程度的最显著标志之一。尤其重要的是，在现实经济中，经济发展资金的筹集的配置是在一定的经济制度下，由各类经济主体，按各自特有的行为方式，通过一系列决策过程而完成的，因而也反映了经济制度的成熟程度。

改革开放以来，我国资本筹集与分配方式发生了深刻的变化，首先由改革之初的单一财政渠道投资和使用方式逐渐转变为政府主导的银行融资占主导地位的融资模式，随后又开发了债券和股票市场，使资本的来源渠道实现了多样化。这些改革适应了经济发展的需要，顺应了国民收入格局的变化和金融深化进程，在一定时期里促进了储蓄向投资的转化。但是这种融资模式也存在明显的局限性，表现在社会资金仍然按照政府的意图分配到指定的重点企业、部门和项目，却无法顾及资本使用的真实成本和机会成本，从而产生明显的所有制歧视，使经营效益低下的国有经济部门持续占有绝大部分的社会资金，而经营效率更高的非国有经济却缺乏资金来源，不得不通过集资或民间借贷方式获取高成本资金。由此看来，现有的融资体制已经抬高了资本配置成本，降低了资本配置效率。另外，由于国有商业银行不良资产的不断增加，以及国有企业债务负担严重，债务拖欠现象普遍，使国有银行信贷扩张的能力被大大削弱；加上国有商业银行的风险约束增强，已经在一定程度上形成了贷款的内控机制，使过度依赖银行间接融资的资本配置机制已经到了难以为继的程度。从政府到普通投资者对证券市场的误解和各种法规上的缺陷，导致证券市场上的不规范行为盛行；加上金融品种数量少，使我国的资本市场仍难以胜任经济发展的需要。因此，培育和发展我国的资本市场，建立规范而有效的融资机制是我国经济发展的内在要求。

在发达市场经济中，资本市场是长期资金的主要配置形式。资

本市场可以通过资本资产价格的波动使资本资源直接在不同的企业和行业之间分配。在一个高效率运作的资本市场中，能够形成一个完善的市场定价机制，资本资源价格能够反映其稀缺程度，资本可以配置到高产出的企业中去。另外，在发达的资本市场中，为数众多的金融工具使资金供给者和需求者在一起进行竞价交易，减少了寻找资本的信息成本，提高了资本资源的配置效率。我国经济在经历了依靠资本和劳动投入的粗犷型发展阶段后，正在逐步探索提高要素生产率和经济增长质量的途径，资本市场的发育与完善更具有重要的意义。

1. 符合经济结构调整与优化的需要

党的十五大明确提出了对我国“经济结构进行战略性调整”的要求。所谓战略性调整就是要对经济结构进行全方位的调整，不仅产业结构要调整，而且产品结构、技术结构、企业组织结构和地区经济结构也要调整。同时，还要实现经济结构优化和产业升级，包括各产业及产业内部逐步高度化，注重发展规模经济，提高产业技术水平。经济结构的调整需要大量资金的支持，要实现对整个经济结构的战略性调整，大力发展资本市场是一条不可缺少重要途径。

资本市场的基本功能之一是实现资源的有效配置，通过资本市场资产价格的高低变动可以自动实现资本在不同行业、地区、企业之间的分配与再分配；资本市场在迅速筹集大规模资金方面具有独特的优势，股份资本的集中大都是通过资本市场得以实现的。资本市场是实现社会闲散货币转化为货币资本进而转化为产业资本的重要场所。资本市场的筹资功能以及优胜劣汰机制保证了新兴产业和优质企业的规模扩张和发展壮大。资本市场的基本功能之二是风险定价，资本市场也正是在这一功能的基础上指导增量资本的积累与存量资本的调整，它决定了风险资本的占有条件，只有能够支付得起一定风险报酬的融资者，才能获得资源的使用权，这点保障了稀缺的资本只能流向使用效率最高的部门、地区和企业。资本市场还提供了资本资产的流动性功能，资本市场是一个高流动性的市场，投资者可以依据市场的变化和他们对企业前景的预期调整其投资组合，实现资本向优质高效企业的转移；优势企业也可以通过资本市场上的股权交易和买卖实现对低效企业的兼并和低成本扩张。

2. 能够促进完整的市场体系的形成

改革开放以来，我国逐步明确了经济体制改革的目标之一是建

立社会主义市场经济体系。在完整的市场体系中，资本市场居于中心地位，它的培育与完善是形成完整社会主义市场经济体系的必要条件。

现代市场作为一个系统，是由众多既相互联系、相互依存又相互独立、相互制约的商品市场、资本市场、劳动力市场、技术市场等多种市场组成的有机整体。在这个整体中，资本市场居于中枢、轴心地位。资本市场是商品市场和其他生产要素市场的先导，是启动商品市场和其他生产要素市场的“助推器”和“润滑油”。因为，资本是市场经济运动的“血液”，生产中物的要素和人的要素的流动都要首先以资本的投入和流动为前提。一切经济往来，都需要通过资本作为媒介来实现。因此，资本市场的发达程度和运转效率直接牵涉到商品市场和其他生产要素市场的营运状态。

迄今为至，我国的商品市场（包括消费品市场和生产资料市场）已经基本发育成熟。但是包括资本、土地、劳动力、技术等在内的生产要素市场却只是初步发育，其中资本市场发育严重不足，与市场体系建立的要求相距甚远。

作为资本市场的主力，承担中长期信贷及一些相关业务（占资本流通总量的 80%以上）的银行等金融机构，还没有形成与市场经济相适应的高效系统，一直不能摆脱大量呆坏账和不良资产的困扰；作为资本市场重要组成部分的证券市场总量规模偏小，资本市场发育程度较低。近几年，我国的证券业（包括股票、国债、企业债券、银行承兑汇票）虽然有了教快的发展，但市值余额与 GDP 的比例只在 35% 左右，还不到资本流通总量的 20%。并且，我国上市企业的大部分股份是不能上市流通的国家股、法人股和内部职工股，只有占总量 1/3 左右的社会公众股才能上市交易，绝大多数的国债和企业债也不能在证券交易所进行交易。若扣除不能上市交易的部分，我国证券流通市值与 GDP 的比例不足 10%。而一些发达国家如美国、日本、德国，其证券流通市值与同期 GDP 的比例在 1996 年就分别为 244%、178% 和 133%；一些发展中国家如印度、泰国、巴西等国，其证券流通市值与同期 GDP 的比例也高达 93%、114% 和 67%。除规模小以外，我国证券市场的内在结构也不合理，债券比例高而股票比例偏低；国债比例高，而企业债比例低。近年来，我国资本市场直接融资总量中，股票仅占 5% 左右，债券占 95%，在债券余额中，属于企业债券的仅占 6% 左右，而国债余额却占近 60%，其余

是金融机构债券。这说明受内外因素制约，企业作为融资主体在资本市场上通过股票和债券形式融资水平仍然较低。

因此，从我国完整市场体系建立的要求以及现有资本市场发展相对滞后两方面因素考虑，大力发育和完善资本市场都具有重要的意义。

3. 有利于国有企业的转制与重组

首先，完善、高效的资本市场可以推动国有企业的公司制改造。发达的资本市场通常对进入资本市场融资的企业有很高的要求，特别是要成为上市公司，企业必须按照《公司法》的要求，进行规范的公司制改造，把企业改制为股份有限公司，适当分离企业的所有权和经营权。

第二，促进企业产权结构和内部治理结构的积极改变。当国有企业成为上市公司时，其产权结构必须具有开放性和流动性。国有企业在股票市场引入新的直接投资时，也就引进了新的股东，原有的股东则可以通过资本市场实现股权退出，从而引起企业产权结构的变化。这种变化将从根本上改变原来产权结构不能变动、不能选择、不能竞争的状态，由此形成的多元化的产权结构，比国有独资形式更有利于提高企业效率。

第三，推动企业购并及其他资产重组活动。从重组的角度看，资本市场将发挥更重要的作用。资本市场提供了一种资产形态转换和资产流动的机制。由资产的实物形态到价值形态，再由价值形态中的货币形态到证券形态，资产的流动性相应增强，资产的初次配置和重新配置在时间及空间上的效率都有了很大的提高。一些在实物形态上看来几乎不可能的资源配置活动，在发达的资本市场上可能便利地进行。我国国有企业改革的一个重要内容就是以多年来在市场竞争中成长起来的优势企业，特别是生产名牌产品的优势企业为龙头，按照企业自身扩展的需要，由企业自己决策，进行购并或其他形式的资产重组活动。借助资本市场进行的资产重组可以有两种方式：一是在证券市场上直接进行，如由上市公司中的绩优者收购绩差者，非上市的优秀企业“买壳”或“借壳”上市；二是优秀企业首先成为上市公司，利用在资本市场上筹措到的资金以及企业所具有的品牌、技术、管理、销售网络等优势，对非上市的合适企业进行资产重组。

第四，有利提高企业经营的透明度，增强企业的外部约束力。

从资本市场融资的企业，特别是上市公司具有较高的公开性和透明度，它们必须定期接受外部审计机构的审查，按照规则向社会公众详细公布企业的经营状况和财务数据。这样有利于股东了解企业的经营状况并加强对企业资产经营效果的监督。除了股东对企业的约束外，企业还将受到来自于资本市场上各类中介组织和监管组织的约束。例如，股票承销机构、会计师事务所、律师事务所等中介机构在帮助企业发债、改制、推荐上市承销股票时，总要对企业的财务及其它生产经营情况予以系统化，并按要求予以审查，确认和公开所有应该公开的信息，改制中的企业也必须接受这种外部力量的考察。这比起相对封闭的、仅是政府部门与企业间纵向的审查与监督，压力与约束力显然有很大的增强。另外，交易所要求的信息披露、投资咨询机构及新闻媒体对上市公司的分析评价，也形成了特有的监督机制。

4. 促进投融资体制改革

虽然经过近 20 年的改革，我国国有单位的投融资体制仍然存在着诸多弊端。政府作为国有企业的投资主体，尤其是地方政府投资主体缺乏有效的责任约束和风险约束机制，无论是中央政府还是地方政府，为了发展经济，扩大投资规模的冲动仍比较强烈。由于政企不分，政府对企业进行不正当干预，企业尚未改变依赖政府保护的状况，虽然投资由吃财政“大锅饭”转化为吃银行资金“大锅饭”，但仍是由政府为企业提供贷款担保，而奉命贷款是使银行资金成为国有企业“大锅饭”的主要原因；加上企业自我约束的机制尚未建立起来，往往超越实际可能，盲目上项目、铺摊子，经常性的决策失误造成投资失败，成为银行不良债权大量增加的主要原因。资本市场的完善将有助于改变中央和地方政府主宰投融资活动的局面，确立企业真正的投资主体地位；使企业可以直接在资本市场上从多种渠道获取资本金，而不必依赖政府财政投资。这可以使企业真正获得投资自主权，按照企业发展的内在需要，安排投融资计划，确定投资数量和投资方向。同时，也使同样是企业的银行成为资本市场独立运作的主体，自主审贷，自己承担融资风险。

企业进入资本市场尤其是证券市场筹资，就必须在严格的内部控制和外部市场监督下从事投融资活动，这将有利于增强企业投资的风险意识，引导企业根据市场需求谨慎投资。高效资本市场对资金回报的要求，会给企业增添无形的压力，减少企业投资的盲目性

与高风险倾向。

资本市场的发育与完善有利于改变现有的政府通过行政方式直接干预投融资活动的状况，实现运用间接手段调控资金流动。政府可以通过利率高低的调节，影响金融资产的价格，从而引导社会资金流入资本市场，再通过资本市场的资金配置功能，调节资金的流向。

5. 拓宽储蓄向投资转化的渠道

在新中国建立后的很长时期，我国居民手中的资金只能存入银行，而没有其他的投资渠道，无法通过投资方式组合的办法争取较大的收益；同时，社会资金主要集中在国有银行系统，并因国有银行与国有企业的所有制关系，使国有企业占有了绝大部分信贷资源，非国有投资主体却得不到或较难得到银行的贷款。

改革开放以后，我国以往的收入分配格局发生了巨大的变化，政府储蓄在总储蓄中所占比重下降很快，而居民储蓄逐步占据主导地位；与此同时，证券市场的建立和发展，为群众手中的资金提供了许多新的投资方向；但是，由于资本市场规模还很小，金融工具的种类较少，并存在许多缺陷，还不能使我国储蓄向投资的转化功能令手中有钱的居民和需要资金的企业满意。我国资本市场发展的重点是扩大并完善证券市场，开拓多种投融资渠道，从而拓展居民投资和企业融资渠道，促进储蓄的增长以及使储蓄转化为投资的渠道更顺畅。

6. 有效防止和化解金融风险

在我国政府主导型经济发展过程中，政府长期干预经济与金融活动，银行长期承担财政方面的职能，对政策性较强的项目和国有企业提供信贷援助。长期实施粗放型的高速经济增长模式，形成了大量盲目建设和重复建设项目。投资的失误使项目和企业的问题转变为银行的不良资产问题。国有企业内部治理结构扭曲，使贷款风险约束弱化；加上经济效益差，高负债现象严重，使国企债务负担日趋沉重。另外，银行本身经营中的道德风险问题，即缺乏责任约束，对高风险项目和企业贷款，不需承担无法回收贷款本息的责任，以及为银行内部小集体或个人谋取私利的行为，也使银行不良债权大量增加。这种状况的长期存在，使我国银行系统抗击意外事件冲击的能力大大下降，经营风险和信用风险加大。而资本市场的发展将会减少金融风险的出现并有利于金融风险的化解。

首先，资本市场的发展将有效分流储蓄资金，减轻银行的贷款增长压力，使银行能够精力集中在加强内部管理和控制，提高贷款质量上。资本市场的发展将更多地发挥直接融资在企业投资与经营风险控制方面的优势；同时，由于证券市场直接融资需要建立较为完善的公司法人治理结构，从而形成多重风险约束和权力制衡机制，在一定程度上保障了企业正常经营活动和所有者的权益，降低了企业的经营风险；证券市场的交易要在一定的市场准入、信息披露、公平竞价交易、市场监督制度规范下进行，有助于制止资本市场中不规范的运作，减少资本市场出现风险的因素。

其次，发展资本市场有利于直接化解金融风险。处理不良债权债务关系的有效方法之一就是通过资本市场对债务进行重组。可以将现有银行对企业的部分债权，通过公开拍卖、协商出售、资产证券化等方式转卖给机构投资者和其它企业集团。这样，既可消除银行债务过度集中，使企业债权成为资本市场上的商品，建立起债权债务的新型市场关系，更大限度地提高资本使用效率，还可以为宏观经济稳定奠定一个健康的基础。

二、改革开放以来中国资本市场的主要变化

资本市场的发展表现为金融结构变动、金融方式转换、金融工具创新，金融秩序的规范管理，资本市场法律的健全等多个方面。其中，前三个方面是资本市场深化的表现，后两个方面是资本市场发展的保证。戈德史密斯认为，金融工具和金融机构以及它们的组合越多、分布越广、规模越大，金融发展程度越高，同样，资本市场的发展水平也越高。戈德史密斯在他的《金融结构与金融发展》一书中指出：金融结构的研究体现在不同方面，首要方面是一国的金融资产总额与国民财富之比，即金融相关比率（FIR），这一比率可以用金融资产占 GNP 的比例表示；其次，是金融工具几种主要类型的余额及增量分布状况，比如债券与股票的份额、长期债券与短期债券的份额、可流通证券的份额、以及风险不同、价格波动幅度不同的证券的份额等；第三，一国金融结构的特征还受各种金融机构相对重要性的巨大影响，因此，各种金融中介机构在金融机构资产总额中的比例、在金融工具总额中的比例是重要的考察指标；最

后，金融结构还反映在各个经济部门（企业）及个人持有者占有金融资产和各种金融工具的比例上，这一比例可以说明不同金融工具在经济中的渗透程度¹。尽管戈德史密斯研究的是金融结构变动对金融发展及经济增长的影响作用，但这种方法对研究资本市场的发展同样适用，因为，资本市场与金融市场的绝大部分是互相包容的。

1. 改革开放后我国资本市场的两个阶段

80 年代以前，资本市场在中国并不具有真实意义，因为几乎所有具有资本性质的投入都是以财政拨款为主。改革开放以后，中国资本市场才开始起步，到目前为止，其发展大致经历了两个阶段。

第一阶段始于 1979 年国家对基本建设项目实行由财政拨款改为银行贷款（简称“拨改贷”）的试点，银行信贷由此开始替代财政拨款，正式涉足固定资产投资领域；1981 年国家决定发行国库券支持国家建设，证券开始进入资本市场；1984 年全面推行“拨改贷”以后，中长期信贷成为中国资市场上最主要的融资方式。

第二阶段开始于 80 年代中期，首先是企业债券和股票初露头角，开始柜台交易；在上海和深圳证券交易所先后于 1990 年和 1991 年成立之后，中国证券市场特别是股票市场开始飞速发展；在 1992 年我国经济发展进入新的高速增长时期后，我国金融资产的数量迅速增长，金融资产与国民生产总值（GNP）之比从 1978 年的 0.94 上升到 1998 年的 2.78，已高于美国、德国、英国等发达国家 90 年代初期的水平。同时，高于多数新兴工业国家，远远高于一般发展中国家（见表 1）。

表 1. 各国金融机构资产与国内生产总值的比值

国 别	1965 年	1970 年	1975 年	1980 年	1985 年	1990 年	1993 年
美 国	1.38	1.49	1.52	1.56	1.82	2.04	2.25
日 本	1.44	1.50	1.85	2.10	2.62	2.90	3.27
德 国	0.89	1.09	1.19	1.37	1.53	1.69	2.04
英 国	1.54	1.57	1.77	1.68	1.70	2.26	2.35
韩 国	0.31	0.64	0.78	0.93	1.15	1.36	1.57
新加坡	1.16	1.38	1.66	1.98	2.74	2.85	3.06
巴基斯坦	0.56	0.61	0.53	0.64	0.65	0.66	0.74

资源来源：王广谦：《经济发展中金融的贡献与效率》，插表 1。

¹ 雷蒙德·W·戈德史密斯：《金融结构与金融发展》，P23—24，上海三联书店 1995 年版。

2. 金融资产规模与结构

表 2 列出了中国改革开放以来几个主要年份的金融资产规模与结构变化情况。可以看出：1993 年以后，股票、债券市场获得了快

表 2. 中国金融资产规模与结构 (亿元, %)

	1978		1986		1991		1995		1998	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重	金额	比重	金额	比重
流通中现金	212.0	6.20	1218.4	7.81	3177.8	7.01	7885	6.28	11204.2	5.07
金融机构存款余额	1300.5	38.05	5814.0	37.27	18079.0	39.88	53882.1	42.91	95697.9	43.33
其中：居民存款	210.6	6.16	2237.6	14.35	9107.0	20.09	29662.0	23.62	53407.5	24.18
企事业单位存款	902.5	26.41	3264.9	20.93	7065.1	15.58	15149.4	12.06	32486.6	14.71
财政存款	187.4	5.48	311.5	2.00	485.8	1.07	1005.4	0.80	1285.4	0.58
其他机构存款					1421.1	3.13	7915.4	6.30	8518.4	3.86
金融机构贷款余额	1890.0	55.30	8116.5	52.04	21021.5	46.37	51000.0	40.62	86524.1	39.17
其中：国有商业银行	1850.0	54.13	7590.8	48.66	18044.0	39.80	39393.4	31.37	52888.0	23.95
城乡信用社	40.0	1.17	525.7	3.37	1766.5	3.90	7492.0	5.97	10029.0	4.54
其他金融机构					1211.0	2.67	4114.6	3.28	23607.1	10.69
财政向银行借款	0.0	0.00	370.1	2.37	1067.8	2.36	1131.6	0.90	1582.1	0.72
债券股票保险总计	15.0	0.44	449.2	2.88	3057.9	6.74	12798.4	10.19	27443.3	12.43
政府债券余额	0.0	0.00	83.8	0.54	896.5	1.98	3500.0	2.79	5508.9	2.49
企业债券余额	0.0	0.00	30.0	0.19	331.1	0.73	1700.0	1.35	521.0	0.24
金融债券余额	0.0	0.00	0.0	0.00	123.1	0.27	1100.0	0.88	521.0	0.24
国家投资债券余额	0.0	0.00	0.0	0.00	245.1	0.54	245.1	0.20	139.4	0.06
股票市值	0.0	0.00	0.0	0.00	109.0	0.24	3474.0	2.77	19506.0	8.83
国内保险费	15.0	0.44	42.0	0.27	209.7	0.46	453.3	0.36	1247.0	0.56
金融资产总额	3417.5	100.00	15598	100.00	45336.2	100.00	125565	100.00	220869.0	100.00
金融资产占 GDP 的比重		94.3		153		209		214		278

资料来源：易纲，《中国金融资产结构分析及政策含义》，《中国体改研究会研究报告》1997 年第 1 期，《中国统计摘要 1999 年》，《中国金融展望 1999 年》。

速的发展，并初步具有了一定的规模，促使我国的金融资产逐步由单一的银行资产向市场化、证券化方向发展。虽然目前贷款占金融