

长期资金市场 与投资 体制改革

CHANG QI ZI JIN
SHI CHANG YU TOU ZI TI ZHI GAI GE



中国投资学会 编

东北财经大学出版社

长期资金市场 与 投 资 体 制 改 革

中国投资学会编

东北财经大学出版社

长期资金市场与投资体制改革

中国投资学会编

东北财经大学出版社出版发行 (大连黑石礁)

大连日报社印刷厂印刷

开本 787×1092 1/32 印张: 15 1/8 字数 320 000

1988年9月第1版 1988年10月第1次印刷

责任编辑: 布赫 陈淑魁 责任校对: 夏桂卿

徐炳常 丁秀春

印数: 1—10 000

ISBN 7—81005—119—9/F·91 定价: 3.80元

前 言

当前，我国的经济体制正处于新旧模式转换的关键时期。如何进一步深化改革，建立起适合我国国情的投资体制和金融体制，是摆在我们面前的一项重要任务。

1987年10月，中国投资学会在山东省烟台市召开了全国第二次投资理论讨论会。会上，来自全国各条战线的近200名专家、学者和实际工作者就我国长期资金市场与投资体制改革所涉及的一系列理论和实践问题，展开了深入广泛的讨论。为了及时反映这次理论讨论会的学术成果，进一步推动我国长期资金市场的发展和投资体制的改革，现将会议的部分学术报告、论文选编成书，供广大从事金融、投资理论研究和实际工作的同志们参考。

本书的编纂工作由中国投资学会秘书处组织进行。施良、王经训、郭玉华、孙永宏、王丽达同志对会议论文进行了初选，田椿生同志对全书进行了审定。

因篇幅所限，未能将更多论文选入本书，敬祈作者见谅。由于我们水平有限，加之成书仓促，疏漏、错误之处，欢迎批评指正。

中国投资学会秘书处

1987年11月

目 录

前言.....

I 资 金 市 场

深化体制改革，发展资金市场.....周道炯（1）

论我国长期资金市场的发展.....赵效民 何德旭（26）

我国长期资金市场问题研究.....景宗贺 马耕之（40）

关于长期资金市场的几个问题.....曹尔阶（54）

浅谈多层次化资金市场体系.....范正平（57）

完善与开拓：开放长期资金市场的两个问题

.....项伯权 邢乐成（64）

供给投资·信用投资·证券投资.....张玉堂（73）

长期资金市场发展中的十个关系

.....王相义 东传睦（91）

对建立长期资金市场几个问题的探讨

.....江先周（101）

对我国长期资金市场若干问题的思考.....冯美云（111）

也谈建立我国长期资金市场的几个问题

.....张洛甫 王玉夫 吴廷奎 徐智慧（121）

对建立长期资金市场几个问题的看法

..... 罗绍华 周衡祥 (134)

试论建立中国投资市场..... 姚中民 朱金亭 (141)

对我国长期资金市场的一些看法

..... 李 源 孙有权 (151)

建立长期资金市场若干问题的探讨

..... 瞿 森 刘培显 (158)

社会主义长期资金市场形成和发展的客观必然性及

运动趋势..... 李洪友 蔡万田 (167)

谈谈山东省长期资金市场的开拓问题..... 陈 琪 (176)

论投资证券化及其相关问题..... 王建华 (185)

从全面改革的高度看待股票市场的建立..... 曲立峰 (195)

论虚拟资金..... 王加春 (206)

中长期债券流通对货币流通量影响的研究

..... 陈彩虹 (220)

金融市场与宏观经济管理

..... 肖金成 许占涛 卢秉忠 (236)

长期资金市场对产业政策的目标导向..... 吴多莉 (247)

论我国利率的调节作用、问题和改革..... 王经训 (258)

论债券贴现与贴现价格..... 杨润霖 (275)

金融体制改革的核心是发展长期投资信用事业

..... 楼 远 (290)

投资媒介与资金市场..... 戴玉林 (305)

我国非银行金融机构的兴起及对策..... 黄朝晖 (316)

战后西方资本市场的变化及借鉴..... 刘铁炼 (328)

西方国家长期金融市场浅析..... 关连什 (337)

Ⅱ 投资体制改革

增强政府投资的引导作用,改善投资结构,提高

投资效益.....周汉荣 (356)

怎样才能成功地进行投资体制改革.....杨培新 (367)

论深化投资体制改革.....李锡奎 (381)

投资体制配套改革构想.....田椿生 孔永新 (393)

我国固定资产投资的问题及其对策.....陶增骥 (409)

建立三元调控投资体制,构造长期资金市场主体

.....谷 祥 (423)

关于投资体制改革的探讨.....史品高 (434)

论我国投资体制的转轨和投资机制的再造

.....杨大平 王 力 (442)

投资体制改革与长期资金市场问题.....丁 伟 (457)

长期资金市场的现状分析与投资体制改革的系统

思考.....栾 华 (469)

深化体制改革， 发展资金市场

周道炯

我国是一个发展中的社会主义国家，在我国建立和发展资金市场，无论在理论上还是在实践上，都是一个创举。有许多理论和实践问题，需要人们进行深入地探讨。现在，我仅就其中的几个问题，谈一些初步看法，抛砖引玉。

一、对资金市场的认识

在我国建立和发展资金市场具有十分重要的意义。我国是一个发展中的社会主义国家，迫切需要加快经济建设和社会发展速度，生产建设流通各个方面都需要大量资金。大量资金从何而来？在打破财政统收统支体制，国内资金分配格局有了较大变化的情况下，仅仅依靠国家预算资金，已远远不能满足各方面对资金的迫切需要。而如何把大量的社会资金动员、集中起来，并加以合理的分配使用，这个任务就历史地落在了资金市场头上。

从建立社会主义有计划商品经济的要求来说，我们也迫切需要建立和发展资金市场。过去我们实行单一计划调节的产品经济模式，国家对资金的分配采取主要由财政高度集中统收统支的办法。这套办法同商品经济的发展同体制政策的深化显然是极不适应的。适应有计划商品经济的要求，改革分配制度的主要方向，就是要在我国建立一个既有宏观调控又富有活力的资金市场。

建立和发展我国的资金市场，首先的一个问题是，资金市场的内涵是什么？现在各方面的理解不一致，有广义的理解，有狭义的理解。由于理解不同，就不能对实践进行有效的指导。

我认为，对我国的资金市场赋予广义的解释，可能更符合我国的国情，也可能对实践更有好处。广义的资金市场是指把资金的供应者和使用者联结起来的一种交易行为，或者说是资金融通关系的总和。可以分为贷款市场和交易市场。贷款市场上交易的是一般的存贷款，由个人、企业、单位对金融机构发生货币买卖关系，交易双方保持相对固定的客户关系，交易的价格比较容易确定。与贷款市场相对应的交易市场则是许多单位、个人共同参与的交易活动，在这个市场上客户的关系比较自由和松散，利率即资金的价格往往在买卖过程中才能确定，债权债务关系凭证可以自由转让。大家比较熟悉的证券市场、拆借市场和企业间的集资、合股等都属于这类交易市场。资金市场既然是一种交易行为，是一种融通关系，那么它可以是有形的交易场所，也可以是无形的，即没有固定场所的交易接触行为。

把资金市场定义为广义说法，我认为有以下四个方面的

理由。

第一，它是完善社会主义市场体系的需要。我国实行有计划的商品经济，就是在国家宏观计划指导下，以企业相对独立自主经营为基础，以市场体系为框架的一种经济模式。这里的市场体系包括商品市场、技术市场、劳务市场和资金市场，在这个统一的市场体系中，资金市场是一般商品市场的发展形式，同时也是商品、技术、劳务市场运行和实现的条件，是其他市场有机结合的纽带。如果没有资金这一“第一推动力”或“持续的动力”，市场就无法运转，商品生产和流通就无法组织起来。资金市场是把资金的提供者和资金的使用者之间联结起来的一种交易行为，它就应当既包括资金的使用者和提供者直接交易的买卖行为，即直接融资；也包括使用者和提供者不直接交易而是通过各种中介，主要是金融机构中介，形成的买卖行为，即间接融资。如果把资金市场只理解为直接融资，那么间接融资就将被排斥在资金市场以外，从而资金市场也就是不完整的，而只是融资关系的局部。所以，赋予资金市场一个广义的概念对于完善社会主义的市场体系将是有益的。

第二，是由间接融资的地位决定的。在资金市场中间接融资占有重要的地位。间接融资与直接融资相比各有优势，也各有不足，两者可以在一定程度上相互补充、相互促进。但比较起来，间接融资比重要大一些，服务的面要宽一些。就是在当今资本市场很发达的西方国家，间接融资在一个长时期中总是在社会融资中占有主要地位。

在我国，直接融资是在发展有计划商品经济以后短短的最近几年才起步的，目前融资的比重还相当低。从1987年6

月底的统计数字来看，我国直接融资的规模大体是：1. 国库券。从1981年起连续发行7年，累计发行359亿元。除去已还本付息，余额仍有350亿左右；2. 各种地方债券、股票。据有关部门测算，到1986年末，发行余额约150亿元；3. 1987年发行的国家重点建设债券、重点企业债券、地方债券计划为130亿元，到1987年6月底，按完成一半计算发行65亿元，发行金融债券40亿元。此外，民间的直接融资也有一定的规模。如果撇开民间融资，只算以上三部分，到1987年6月末，我国的直接融资总额约有600亿元左右。当然，这只是个大概数。

我国的间接融资规模则要大得多，到1987年6月末，国营金融机构发放的各种贷款余额，已达6648亿元。也就是说，直接融资还不到间接融资的1/10。当然，这是就我们的现状而言的，今后直接融资肯定要有较大的发展，这是搞活资金市场不可缺少的部分。但是，从长远来看，特别是在社会主义的我国，直接融资占据主导地位的可能性不大。

正因为间接融资在整个社会融资量中占了如此重要的地位，所以，我们在研究、讨论资金市场问题时，决不能把它放在我们的视野以外。

第三，是由间接融资和直接融资之间紧密关系所决定的。尽管这是两种不同的融资方式，但两者之间存在着十分紧密的关系。因为，在一定时期内，社会资金的总量是一定的，直接融资和间接融资的资金流量及比重彼此互为消长，密切相关。直接融资和间接融资还可以互相渗透、互相转化。比如，当证券业务繁荣起来以后，债券和股票中的相当一部分可能由金融机构所持有，从这点上来说，可以说直接融资是以间接融资为后盾的。又如，从事长期投资的银行一般以

发行金融债券为主要资金来源，而购买其金融债券的大多是商业银行及其他各种金融机构，这里直接融资与间接融资交错在一起，很难分清。所以，直接融资和间接融资是一个相互影响的整体，在社会主义国家，更需要从宏观上协调两者的关系，进行全面平衡。

第四，是深化金融改革，发挥银行间接融资的经济机制的需要。长期以来，我国实行产品经济，信用很不发达，近几年来，银行信用发展很快，目前在供应生产与建设资金的总量中，来自银行渠道的已达 68.4%，即银行在社会资金分配中的比重已由过去与财政的“三七”开而变为“七三”开。从建设银行的情况看，1978年末贷款余额仅16亿元，到1987年7月，各种贷款余额达到1109亿元（不包括拨款改贷款），增加了几十倍。尽管银行信用在社会资金分配中的比重急剧增长，但是，长期以来单一计划调节的传统做法并没有根本改变，银行在国民经济中的调节作用仍然很弱，市场机制远远没有得到发挥。把间接融资纳入资金市场的范畴，把它作为资金市场的重要部分，正是要求在观念上树立间接融资的市场地位，在对问题的研究和处理上，不能把间接融资摒弃在市场范畴以外，这对于改进间接融资的现状，发挥其固有的市场机制作用，是十分必要的。

我举出上面的四条理由，可能不全面、不准确，但我认为，把资金市场看作是融资关系的总和，既包括直接融资，又包括间接融资，可能对实践更有利一些，希望大家从这样一个广阔的范围去研究我国资金市场的有关问题，并提出有益的见解。

资金市场既然是联结资金提供者和资金使用者之间的一种交易行为，它的市场过程可以分为两段：一段是资金的动

员过程和集中过程；另一段是资金的分配、使用过程。我们研究资金市场既要研究资金的提供，又要研究资金的合理使用，并把两者有机地结合起来。

研究资金的提供和使用，首先要研究两者量的平衡，包括总量是否适应，是否有超分配或使用不足，也包括两者的结构是否适应，是否合理。其次要研究资金提供和使用的方式和资金使用结构，要研究采用最有效的动员资金和使用资金的方式，和最佳的资金使用结构。

从以上所论可见，我们研究资金市场问题范围是很广的，内容是十分丰富的。这是我对资金市场认识要讲的第一层意思。

第二层意思，资金市场有长、短之分，怎样来划分长期和短期资金？我认为，长短期资金市场应按资金提供和使用的时间长度来划分。一般以1年为界，资金提供和使用时间在1年以上的融资活动，称之为长期资金市场，否则为短期资金市场。

在资金提供和使用的时间长度一致的情况下，例如都属于长期或短期，判别资金市场的长短则是无疑义的。但在两者不一致的情况下判别就要以资金最终使用者的时间长度为准。这里有两个含义：一是资金的提供可以是长期的，也可以是短期的，但只要资金最终使用者的资金使用时间在1年以上时，这项融资活动就属于长期资金市场，而不是短期资金市场。二是资金最终使用者一般是指从事直接投资的使用者，而不能以多个中介人中的任何一个中介人的使用资金时间长度来衡量。以直接投资的回收时间作为判别长短期资金市场的依据，是同社会主义生产目的相一致的。因为，社会主义的建

设投资，尽管需要有各种间接投资为其筹集资金，但最终目的是要把资金投入生产流通过程，使资金得到实际的运用。

长短期资金市场对经济的作用力和影响力是不同的，短期资金市场对于集中资金，调剂地区、单位、个人之间的资金余缺，以解决资金的短期需要，充分发挥资金的使用效益是有重要作用的。这是我国近年来短期资金市场获得较快发展的一个原因。但是，短期资金市场有它的局限性。它一般解决产业结构既定前提下的资金流动需要。它不能解决产业结构不协调问题，在某种程度上它还起着维护原有产业结构的作用。在产业结构合理的情况下，这种维护和促进作用是有益的，而在产业结构不合理的情况下，它可能起一些副作用，因为短期资金行为保护了不合理产业结构的延续和发展。

要改变不合理的产业结构，重要的是要调整投资结构，而投资结构的变动有赖于发挥长期资金市场的作用。通过长期资金市场来实现生产要素的合理流动和配置，对于改变生产力的行业、地区布局，有着重要的作用。1987年国家发行重点建设债券、重点企业债券等，其目的就在于依赖长期资金市场，实行资金的合理流动，促进投资结构和产业结构的合理化。

正因为长短期资金市场的作用各有不同，所以，两者应该相辅相成，互相补充，结合成完整的社会主义资金市场体系。建设银行是以办理长期投资业务为主的，所以，对建设银行来说，建立和发展资金市场，关键是长期资金市场。

二、当前我国资金市场存在的问题

当前，我国资金市场存在不少问题。例如，资金价格阔

题，资金的条块分割流动不畅问题，资金的使用效益问题等等。但我认为最重要的问题是资金市场的资金量不平衡和资金分配结构不合理两个问题。

资金市场吸收的资金大大低于其分配的数量，这是造成我国当前需求过量，物价有所上涨的最主要原因。大家知道，全社会货币供应总量的增加，都是通过信贷程序投入的。这几年货币、信用超投放，主要是由以下几方面造成的。

第一，财政向银行透支数额较大。到1986年末，财政向银行透支已达370亿元。第二，随着财政收入相对减少，支出没有都放下去，由国家安排的固定资产投资，财政无力全部负担，只能用银行贷款弥补，人称国家第二预算。建设银行承担的这项贷款到1986年末余额已达256亿元，1987年还要增加80多亿元。第三，自1983年下半年流动资金改由银行一家管理以后，财政基本上不再增拨流动资金，企业自补流动资金又寥寥无几，这就把供应大量流动资金的任务压在银行身上。1984年和1985年银行增加流动资金贷款都在700亿元以上，1986年增加贷款1176亿元，大大超过信贷承受能力。第四，银行信贷资金预算约束软化。往往是企业争贷款的扩张冲动与银行自身的信贷扩张冲动交织在一起，导致信贷膨胀。第五，直接融资市场尽管还不发达，但因宏观调控机制不健全，无法控制和掌握一定时期内的集资量。现在国家发债券，部门发债券，银行发债券；省里有省里的重点建设、重点企业债券；地市县发商品房、小水电等债券；企业发企业债券、股票，等等。为了逃避国家关于债券股票的管理，一些地方以各种名目搞集资摊派，除了建工厂外还搞游乐园、体育场等，有的

企业要职工认购本厂发的有价证券。如此等等，不一而足。社会资金犹如一口大锅，各个层次、四面八方都往锅里伸勺，宏观上没有平衡协调，资金怎么能不超分配？

我国资金市场面临的另一个重要问题，就是资金的流向或资金的使用结构不合理。资金市场的一个重要运行目标，就是要通过市场机制的作用，促进和实现资金的合理流动，使资源和生产要素得到优化配置，以取得资金的最大使用效益。尽管近几年来，在一些地区已经形成了以中心城市为依托的资金融通网络，使资金在地区之间、行业之间、不同投资主体之间实行一定的流动。但是，由于种种原因，使得资金市场的机制和职能还远远没有得到发挥，资金市场实现和促进资金合理流动的目标也远远没有达到。

从间接融资来看，目前国家把一部分用于固定资产投资的信用资金当作国家预算资金来使用。由政府的职能部门在国家投资计划中采取指令性方式安排使用，如同过去搞产品经济，搞单一计划调节那样。从而使本来应当具有信贷调节的各种杠杆和机制作用被丧失掉了。尽管这样做，有它补充国家重点建设资金不足的作用，但这只应当是短期行为，是新旧体制交替过程中的过渡办法。它有所得，但是以有所失为代价的。这种单一计划分配方式显然是同我们要建立和发展的以市场体系为框架的商品经济目标相违背的。这种僵化的资金分配模式在“大锅饭”体制下，往往导致低效益分配，造成“资金流动梗塞症”。

从直接融资来看，近几年来，获得了一定的发展。尤其是1987年，以债券为主要内容的直接融资市场在我国已经形成。通过半年多的实践证明，它达到了一部分预期的目的，

使投资领域一部分资金由非重点流向重点，对于调整投资结构发挥了积极的作用。但是，1987年的直接融资有一部分由于过多的行政干预，从而使债券发行困难重重，阻力很大。例如，国家重点建设债券向单位发行的45亿元，尽管政府三令五申，但到1987年8月10日止只完成发行任务的44.5%，有的地方只完成20—30%。电力债券总发行额为30亿元，到1987年8月末也只完成12亿元，只占总发行任务的40%。而重点建设债券向个人发售的5亿元，很快就全部完成了任务。缺电地区的电力债券发行任务也完成得较好。如缺电的华东地区，福建已完成，上海也接近完成，浙江完成90%多，山东完成80%多。由此可见，债券能不能顺利地发售，资金能不能按预期目标进行转移，关键是债券的发行是否真正运用了以利益驱动的市场机制。国家重点建设债券个人部分年息10.5%，比同期个人定期储蓄高30%多，当然购买很踊跃。企业、单位购买的年息只6%，而企业向国家银行贷款，流动资金贷款年息7.92%，固定资产贷款利息则更高一些，明摆着企业吃亏，企业当然不愿意干。石化债券在黑龙江省卖不出去，因为黑龙江守着大庆油田不缺油，而江浙等省的积极性很高，争着要别省让给指标。可见，凡是利用市场机制，实行利益驱动原则，资金流动就能顺利实现，否则，就难以完成发行任务，直接融资的目的就难以达到。

在直接融资市场上采取过多的行政干预还产生了一些不良的结果。资金的逆调节就是一种反映。由于分配任务的一刀切，对于需要支持和发展的企业，一方面国家支持它发行债券筹集急需的资金，另一方面国家又要它拿出大量资金购买债券。据调查，1987年武钢通过发行钢铁债券集资6000万