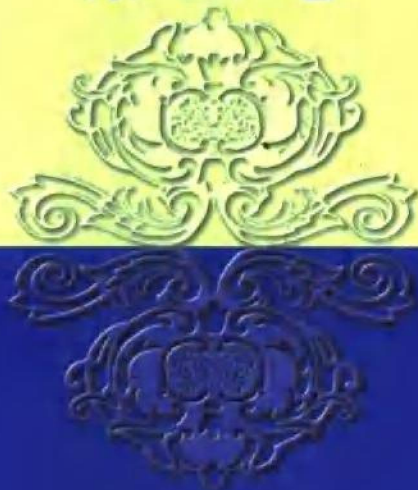


韩志国选集

第三卷



经济科学出版社

韩志国选集

第三卷

经济科学出版社

责任编辑:张 力
责任校对:段健瑛
封面设计:卜建辰
版式设计:代小卫
技术编辑:刘 军

韩志国选集(第三卷)

*

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

北京博诚印刷厂印刷

出版社电话:62541886 发行部电话:62568479

经济科学出版社暨发行部地址:北京海淀区万泉河路 66 号

邮编:100086

*

850×1168 毫米 32 开 10.75 印张 200000 字

1998 年 4 月第一版 1998 年 4 月第一次印刷

印数:0001—3000 册

ISBN 7-5058-1281-5/F·912 定价:25.00 元

图书在版编目(CIP)数据

韩志国选集 第3卷/韩志国著.-北京:经济科学出版社,1998.4

ISBN 7-5058-1281-5

I. 韩… II. 韩… III. 经济学-文集 IV. F0-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字(97)第 24832 号

目 录

大转折时期的中国股市.....	1
论我国股票市场的发展机制	26
按市场经济的内在要求发展和完善证券市场	46
中国股市怎样才能走上健康发展道路	57
股票市场怎样才能走出困境	70
股票市场的发展应当符合改革的总体趋势	86
中介机构应当介入市场建设	95
重要的是面对股市现实	98
股市政策明朗化迫在眉睫.....	101
供给扩容与需求扩容应同步进行.....	106
新股发行应有序进行.....	111
股票的发行与上市不应联动.....	117
股市扩容的速度应当放慢.....	121
发挥证券市场的资源配置功能.....	127
论我国劳动就业机制的进一步转换.....	138
日本债券市场考察.....	158

一个市场 一个原则

——论商品经济条件下的工资决定问题·····	173
略论要素重新配置中的劳动力市场·····	176
论市场机制的一般运行过程·····	193
略论要素重新配置中的生产资料市场·····	206
市场体系的运转机制及其实现途径·····	221
论价格机制、利率机制和工资机制的调节功能 ·····	238
社会化商品经济的共性与市场建设·····	256
应当确认社会主义的劳动力市场·····	270
试论市场机制的自我平衡功能·····	274
试论我国社会主义市场的全方位开放·····	281
论金融市场的开放在体制改革中的全局意义·····	308
按照商品经济原则改革物资流通体制·····	329

大转折时期的中国股市

本文全面、系统地分析了 1996 年以来中国股市的基本状况。作者认为，1996 年中国股市的启动和成长，不是由偶发因素引起的，而是由我国经济和政治发展的总格局决定的。文章分析了中国股市中存在的社会资金规模与股市规模的矛盾、股市的分散布局与过度竞争的矛盾、股票市场的市场化机制与宏观管理行政化的矛盾以及股票市场配置资源的有效性与现实中资源配置效率低下的矛盾，认为股市成长中出现的一些畸型因素在很大程度上导源于上述矛盾。作者在对股市政策、市盈率和涨跌停板制度进行了客观评价的基础上，对中国股市的发展趋势进行了全面的分析和预测，认为在 1997 年，中国股市将继续其牛市的轨迹，股价指数有再创新高的可能。

本文发表在 1997 年 1 月 20 日的《中国证券报》上。

1996年,对中国股市来说,真可谓极不平常的一年。这一年的中国股市,可以用两句话来概括:波澜壮阔,触目惊心。说它波澜壮阔,是因为从4月开始,深沪股市结束了长达3年的大熊市,展开了一轮波澜壮阔的上涨行情。在1月23日跌至924.33点的全年最低点后,深市就开始稳步盘升。从4月5日开始,以1029.09点为起点,仅用了174个交易日,深市成分指数就达到了4522.39点,股指上涨了3493.37点,涨幅达339.49%。在这174个交易日中,有105天收阳,只有69天收阴,大阳包小阴的现象屡屡出现。沪市综合指数自1月19日跌至全年最低点512.83点以后,也开始了稳健的上升行情,至12月11日,达到1258.68点,股指上涨了745.85点,涨幅达145.44%。在整个上涨过程中,4月、7月和10月,深市成分指数分别比上月上漲了43.4%、34.3%和38.7%;沪市综合指数则在4月、6月和10月分别比上月上漲了22.4%、25.0%和11.6%。股市的巨大行情引起了全社会的普遍关注,又有将近800万人加入了炒股大军。说它触目惊心,是因为暴涨——暴跌这一中国股市的固有模式又一次在深沪两市出现:从12月12日开始,仅10个交易日,深市成分指数就跌至2792.71点,跌去1729.68点,跌幅达38.25%;沪市综合指数在4个交易日内,就跌至869.02点,跌去385.27点,跌幅达30.72%。在12月16日和17日这两天中,两市的总市值就损失2267亿元,流通市值损失639.58亿元,幅度分别为20.2%和18.4%。面对市场撕开的如此巨大的

下跌裂口，那些在前些天还发出“不怕套、套不怕、怕不套”的豪言壮语的人们，也不得不挥泪斩仓，从而引发了一轮又一轮的下跌行情。暴涨与暴跌，给人们上了一堂生动而又深切的投资理财课和风险教育课。

经过一年多的风风雨雨，中国股市又开始了新一轮的抉择。究竟应该怎样看待一年来的股市状况？股市中的内在矛盾应该怎样解决？历时3年的大熊市会不会再度出现？对这一切，所有关心中国的改革与发展、关心股市命运的人们都在思考，在不同的社会地位上，站在不同的角度，人们自然地会得出不同的答案。

一、怎样看待1996年的股市上涨

对1996年的中国股市，我一直持非常积极的乐观态度。早在1995年9月，我在《中国证券报》上发表的《中国股市怎样才能走上健康发展道路》一文中，就作出预测：从1993年开始的持续3年的大熊市将在1996年结束，在1996年5、6月间，一个跨越2~3年时间的大牛市将会全面展开。1996年5月，在《中国证券报》社等单位召开的“可转换债理论与实践研讨会”上，我对已经展开的这轮上升行情作出了三句话的判断：不是小行情，而是大行情；不是短期行情，而是长期行情；行情的重点不在上海，而在深圳。同时，对深市成分指数的高点，我作出了4000点的

预测。9月，在中央电视台《财经报道》、中国经济学家论坛以及与中国证监会和深交所主要负责人的谈话中，我又连续四次明确地预测了这轮股市的高点——4500点。但我认为，这个高点应该在1997年3~4月间或4~5月间出现。遗憾的是，由于股市的内在冲动和特有惯性，这个高点提前出现了，因而导致了强烈的行政干预，致使两个市场都出现了剧烈波动，广大投资者也因此蒙受了巨大损失。

我之所以如此看好股市的这轮行情，并不是一种主观臆测，而是基于对中国经济总体状况的基本分析和全面把握。股票市场是国民经济的晴雨表，国民经济运行的基本状况，都不可避免地会在股市中作出反映。1995年下半年以来，我国的经济运行出现了明显的好转趋势。在这一年中，价格涨幅大幅度回落，全年新涨价为5个百分点左右，而1994年则为10个百分点左右；供求关系显著改善，财政金融形势开始好转，宏观经济环境出现了较大改变；农业生产获得大丰收，居民的收入水平稳步提高。这一切，都为1996年的经济运行创造了一个十分有利的氛围，也使人们对新的一年的改革与发展的信心和预期呈普遍上升趋势。进入1996年以后，由于经济运行环境的变化，政府在宏观调控方面采取了一系列与前三年不同的方法和措施，使我国的经济生活出现了一种新的局面。首先，随着国家宏观调控措施的日见成效，通货膨胀率逐月降低，与此相适应，保值贴补率也呈现出加速下降的趋势。4月1日，中国人民银行宣布不再办理新的保值储蓄业务；紧接着，在

5月1日和8月23日，央行又两次调低了存贷款利率。这两次减息，时间间隔之短，调息幅度之大，不仅使企业每年减少了1000亿元的利息负担，银行每年少支付500亿元利息。更为重要的是，这是自1993年以来国家宏观调控措施第一次发生反向调节，从而向人们发出了一个强烈的启动经济的信号，极大地激发了人们投资股市的热情和信心。其次，利率与股价，呈现出一种反向的联动关系，一般说来，降低利率，就意味着放松银根，但在我国，由于存在着贷款的额度控制，因而这种简单的联动关系并不完全适用。但在1996年，特别是下半年以后，贷款总额也开始出现递增的趋势，全年的信贷规模比上年增加了20%，投资特别是房地产投资开始出现较多的增加。从8月至11月，房地产投资的同比增长分别为28.8%、40.2%、50.3%和62.9%，连续4个月每月递增都在10%以上，大大高于基本建设投资和更新改造资金。由于房地产业的启动可以带动50多个相关产业的发展，因而房地产投资的上升将带来整个投资需求的上升，并通过投资乘数刺激整个经济增长率的上升。这样，国家明确宣布将把居民住宅建设作为我国新经济增长点并且投资力度日益加大的状况，就使人们有理由相信，我国的经济已经开始走出谷底。第三，按照我国原有的经济运行体系，直接融资与间接融资历来是相互排斥的，压制甚至根绝直接融资，是几十年来货币当局的一贯方针和基本作法。由于近年来银行储蓄的过快增长以及储蓄结构严重不合理而导致专业银行出现全行业亏

损，银行对巨额储蓄的利息负担已经不堪重负；由于我国向市场经济体系转变的进程在日益加快，现代企业制度的建立和现代市场体系的完善都对直接融资和股票市场的依赖度明显加强；由于我国的信用约束制度不健全和不完善导致企业与银行的不良债务和不良资产的双重增加，因而近年来政府和货币当局对直接融资特别是通过股票市场而进行的直接融资的认识和态度开始发生明显转变，央行的主要领导人多次发表谈话，鼓励和提倡发展资本市场和直接融资，从而使股票市场的发展有了更为广阔的空间和条件。

在我国发展资本市场特别是股票市场的整个大气候日益形成的同时，股市启动的各种条件也已基本成熟。这主要是：（1）改革以来，我国在收入分配体制上进行了一系列重大改革，居民手中的可支配资金迅速增加。1978年底，全国城乡居民储蓄存款余额总共才有210.6亿元，平均每人的存款才21.87元；自1989年全国城乡居民储蓄存款增加额突破1000亿元大关以后，居民手中的金融资本就开始呈现出加速积累的趋势：1995年底，全国城乡居民储蓄存款余额已达29662.3亿元，人均存款2449元；1996年前11个月，全国城乡居民储蓄存款又增加8255亿元，预计全年可增加9000亿元左右。与此同时，随着改革的推进，人民群众的金融意识也开始觉醒，投资意识、投机意识、利率意识和风险意识也在逐步提高，不但注重金融资产的数量和规模，而且开始考虑金融资产的品种和结构。资本追逐

利润的规律在日益广泛地发生作用。在央行两次大幅调低储蓄存款利率以后，相当多的居民在储蓄与投资的选择中开始向后者倾斜，在银行储蓄存款总体上稳步增长的同时，至少有 1000 亿元的储蓄存款或原本应存入银行的资金流入股市，再加上我国经济中原本就存在的几千亿元的巨额游资，这样，在宏观经济运行提供了良好环境的情况下，股市启动和发展的客观基础就在很短的时间内迅速形成。

(2) 如果说，我国宏观经济的全面好转和社会资金的迅速聚集是这一轮股市启动和发展的基本经济条件的话，那么，'97 香港回归和党的十五大即将召开则是此轮股市上涨的重大动因。经历百年殖民统治的香港即将回到祖国怀抱，给予香港一江之隔的深圳带来了重大机遇，并给股市投资者提供了丰富的题材和想象空间；党的十五大的即将召开，又使人们对我国政治稳定和经济发展的期望值进一步上升，而这一点，正是股市步入大牛市的最重要也是最根本的条件。(3) 在经济推动和政治拉动的双重因素作用下，深沪股市先后开始启动，展开了一轮迅猛的上升行情。股市特别是深市上涨得速度如此之快，还有一个重要原因，就是股市特别是深圳股市的内在价值被严重低估。去年^①1~3 月，深市 A 股的月平均市盈率只有 9.01 倍、9.29 倍和

^① 为了保持原貌，全书行文中涉及到的“去年”、“今年”、“明年”等时间概念编者均未改动，读者可根据文前所示文章发表时间来判定所指的具体年份。下同。——编者

9.61 倍，许多股票的月平均市盈率只有 5~6 倍，而在这同时，沪市的月平均市盈率却分别为 44.23 倍、43.89 倍和 44.05 倍；即使是深市大暴涨的 4 月（涨幅为 43.4%）、7 月（涨幅为 34.4%）和 10 月（涨幅为 38.7%），月平均市盈率也才达到 14.11 倍、27.23 倍和 39.19 倍。因此，在 10 月以前，深市的上涨在相当大的程度上具有补涨性质，是深沪两市的股价向 1993 年时的比价关系复归。去年 9 月 27 日，沪市的综合指数为 875.23 点，深市的综合指数为 266.85 点，这基本上是 1993 年前后深沪两市的比价水平。只是在 10 月以后，这种比价关系才发生了新的变化。

从上面的分析中我们可以看到，1996 年中国股市的启动和成长，不是由偶发因素引起的，而是由我国经济和政治发展的总格局决定的。虽然在这个过程中，出现了一些不正常甚至很不正常的现象，如大量银行贷款被挪用炒股票；少数金融机构出现了违规行为；大行情启动以来未认真回调和整理过，积累了过大的风险因素；一些个股被恶炒——深科技在 9 个交易日内价格上涨 17.38 元，涨幅达 393.21%，9 天时间的涨幅超过了深圳股市 174 个交易日的涨幅，东北电 1 天之内涨 9.83 元，涨幅达 136.91%，格力电器 1 天之中的价差竟达 30 多元；等等。但总的来说，股市的上涨与国民经济的总体发展趋势还是合拍的，尽管这种超前反映有些过快、过度。

二、怎样化解股市中的内在矛盾

股票市场本来就是各种社会矛盾汇集的场所,在我国,由于股票市场产生和发展的特殊背景和特殊机制,就使得这种矛盾的累积较其他国家更为严重。如果说,在这一轮的股市上涨中有一些畸型因素的话,那么可以说,这些因素在很大程度上导源于我国股市的既有矛盾。时至今日,已经到了认真对待、逐步化解乃至根本解决这些矛盾的时候了。

我国股票市场中累积的矛盾很多,从当前来看,最值得注意的有以下四个方面。

1. 社会的资金规模与股市规模的矛盾。股市资金与股市规模的矛盾在我国由来已久,近年来股市的几次大幅波动,都或多或少地与这一矛盾有着直接或间接的关系。由于一些较为复杂的原因,在我国经济运行中存在着巨额游资,虽然目前对这部分游资的总规模还难以作出精确计算,但粗略估计,其规模至少在 5000 亿元以上。从总体上来说,这些巨额游资是按照市场经济的机制运行的,由于它本身具有的规模大、来源广、集聚快、成本高、奢望强的特点,对利润的追逐就来得格外迅速也格外强烈,因而它总是不断地在寻找时机,一遇适当气候便立即介入,在极短的时间内就可以释放出巨大的能量。1994 年 8、9 月间,巨额游

资利用了政府四条救市政策，迅速拉抬股价，沪市综合指数在1个多月的时间里就上涨了200%以上；1995年5月18日，这部分资金又利用了暂停国债期货交易这一题材，制造了一个井喷式的股市上涨行情，沪市综合指数在3天中被拉高80%以上。由于与数量巨大的游资相比我国股市的总体规模偏小，特别是占上市公司股本总额74%左右的国家股和法人股不能上市流通，因而就使得这种矛盾在国民经济基本面全面好转时显得格外突出。1995年，深沪两市A股的总流通面值为176.2亿元，1996年达到266亿元，增加了50.96%，但与巨额游资相比，其规模仍然小得多，根本经不起巨额游资的冲击。据肖灼基教授的估算，1996年，股市中的新增资金为3500亿元，如果这部分资金全部购买股票，那么，仅此一项，就可以使深沪股市每股的平均价格达到13.16元，况且股市中还有大量的原有沉淀资金。因此，近年来巨额游资与股票市场就形成了这样一种关系：巨额游资来了，多大的扩容都不怕；巨额游资走了，多小的扩容也受不了。再加上近年来股市扩容采取的是行政选择和额度控制的办法，各地都把分得的额度切成细块，让尽可能多的公司上市，以便使尽可能多的本地公司在股票市场上得到资本扩张权，这就造成了新上市公司的股票流通规模普遍偏小，因而不用说大的机构，就是一些中小机构用很少的资金，就可以控制和操纵一只或几只股票，从而导致股价在运行中走向极端。因此，对中国股市来说，在基本面大致相同的情况下，巨额游资与股市

规模的关系,将在相当长的一个时期中左右着中国股市,正因为如此,处理这种关系的方法、手段和艺术也会在相当大的程度上决定着中国股市的走势和走向。如何处理好内部扩容和外部扩容——1996年的100亿新股盘子中是否可以考虑划出30%来解决国家股与法人股的上市问题,从而改变相当多的上市公司流通股本的“小巧玲珑”状况,如何调节巨额游资的流向、流量和流速,以适当减缓股市的波动幅度,是摆在管理层面前的十分重大、十分紧迫而又十分艰巨的课题。

2. 股市的分散布局与过度竞争的矛盾。在一个国家中同时存在着两个上市基准完全相同、运作环境大体相当的证券交易所,这在现代市场经济国家中已不多见。而在我国,自深沪两个交易所创办以来,特别是1993年4月22日国务院发布《股票发行与交易管理暂行条例》以来,就一直这样的环境中运行。由于证券交易所的发展规模和发展程度在相当大的程度上决定着深圳和上海两市在整个国家金融体制和金融体系中的地位,而中央与地方政府在印花税上采取的分成办法又使得股市的发展与两市的利益息息相关,这样,就不可避免地产生双重的竞争关系——交易所之间的竞争与市政府之间的竞争。也正因为存在着这样双重的竞争关系,因而即使在国家宏观基本面相同的情况下,因竞争能力和所处环境的不同,也会导致两个市场不可能完全均匀地发展,而必然会有强有弱。事实上,自两个交易所创办以来,这种竞争就一直或明或暗地进行。从