

中国人民大学
金融与证券研究所
组织编写

1998 中国 证券市场展望

主题：资本市场深化

吴晓求 主笔

中国人民大学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

'98 中国证券市场展望/吴晓求主笔.
北京: 中国人民大学出版社, 1998.3

ISBN 7-300-02642-7/F·818

I . '9...

II . 吴...

III . 证券市场-概论-中国-1998

IV . F832.5

中国人民大学金融与证券研究所组织编写

'98 中国证券市场展望

吴晓求 主笔

出版发行: 中国人民大学出版社

(北京海淀路 157 号 邮码 100080)

经 销: 新华书店

印 刷: 北京市丰台区印刷厂

开本: 850×1168 毫米 1/16 印张: 11.875 插页 5

1998 年 3 月第 1 版 1998 年 3 月第 1 次印刷

字数: 250 000

定价: 50.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

《'98中国证券市场展望》作者名单

学术指导：陈 共 周升业 安体富

主 笔：吴晓求

作 者：（按姓氏笔画为序）

方 芳 邓崇云 王立民 亓丕华 齐东平
冯 巍 李向科 吴晓求 陈 波 张向升
赵锡军 查 松 崔 勇 程 兵 傅 敏
董安生 魏建华

资料整理：（按姓氏笔画为序）

杨祚虎 林 彬 赵 曼

《'98中国证券市场展望》的研究主题是：“资本市场深化”。本报告由中国人民大学金融与证券研究所组织编写，所有稿件均由该所研究人员或兼职研究人员提供。在报告的撰写、修改和出版过程中，得到了陈共、周升业、杜厚文、戴园晨、肖灼基、安体富、何贵品、唐万新、曹凤岐、王国刚、林义相、贺强、李强、刘国芳等先生不同形式的支持和帮助。李焰、季冬生、杨健等同志与作者一起讨论了该报告的研究思路和主题。本报告在研究中，得到了新疆金新信托投资有限公司、新疆屯河股份有限公司的资助。在出版过程中，得到了中国人民大学出版社的大力支持。对上述单位和个人，我们深表谢意。

本报告基本代表了主笔人和中国人民大学金融与证券研究所对'98中国证券市场走势和资本市场深化的观点。

目 录

主题研究：市场深化的理论基石

资本市场深化：中国经济面临的重要任务	2
--------------------------	---

主题背景研究

我国居民收入资本化趋势的实证分析	9
------------------------	---

分题研究：市场深化的路径

市场深化之一：中国证券市场的合理定位	24
市场深化之二：建立充分体现市场经济精神的运行规则和准则	34
市场深化之三：倡导法制精神	
——建立证券市场秩序的基石	43
市场深化之四：单一规则	
——证券发行规模控制模式的改革方向	47
市场深化之五：市场主体的结构调整与行为规范	55
市场深化之六：证券市场税收政策设计及其调整	63
市场深化之七：金融资产价格的监测与货币政策目标	70
市场深化之八：动态监管与证券经营机构的内部风险管理	76
市场深化之九：产业政策指导	97
市场深化之十：上市公司体制结构调整与规范	104
市场深化之十一：证券监管的深化	
——理论依据与深化要点	108

市场深化之十二：世界金融发展的趋势与中国证券市场的国际化 进程	113
--	-----

市场研究：回顾与展望

证券市场总体回顾与展望	122
证券市场技术态势以及技术分析的深化	130

附录

附录一：“’98 中国证券市场展望”大型研讨会综述	142
附录二：’97 中国证券市场大事记	143
附录三：上海证券市场 1997 年度基本情况一览表	154
附录四：深圳证券市场 1997 年度基本情况一览表	160
附录五：1997 年以来沪市新上市公司基本情况一览表	168
附录六：1997 年以来深市新上市公司基本情况一览表	176

主题研究： 市场深化的理论基石



资本市场深化：中国经济面临的重要任务

1996年以来，中国的资本市场，特别是作为其核心部分的证券市场有了很大发展。资本市场在国民经济中所起的积极作用日益显著。越来越多的有识之士已经认识到，一个发达的资本市场对下一个世纪中国经济发展具有举足轻重的作用，是中国经济继续维持较高成长性的强大推动器。资本市场的深化，已经成为中国经济体制改革和经济发展未来一个较长时期内面临的最重要的问题之一。

一、中国资本市场深化的理论支点

中国资本市场的深化，是中国市场经济进一步发展的内在要求，是一种不以人们主观意志为转移的必然趋势。

1. 中国居民收入呈现出明显的资本化趋势，这一趋势使中国资本市场发展和深化具有了最坚实的经济基础。

80年代以来，中国国民收入分配格局发生了深刻变化，国民收入分配逐步向居民个人倾斜，政府财政收入在国民收入中所占的比例逐年下降。改革开放以前，中国居民的收入，就其性质来说，基本上属于消费性收入，即这种低收入只供现期消费，没有资本形成的功能。投资或资本形成主要是靠政府财政来完成的。改革开放以来，随着居民收入在国民收入中比重的提高，居民收入的性质开始发生根本性变化。这时的居民收入就不仅仅是消费性收入，而是一种包含着具有资本形成功能的收入。随着居民收入在国民收入中比重的提高，这种居民收入资本化比例也越来越大，趋势越来越明显。如果说改革开放以前，政府是储蓄和投资的主体，那么，现在居民个人已日

益成为储蓄和投资的主体。

由国民收入分配格局的深刻变化所引发的居民收入的资本化趋势，对经济体系的影响是深刻的、全面的：（1）它要求经济体系中储蓄向投资的转化渠道必须是多元的、通畅的；（2）要求经济体系必须提供或形成数量丰富的、品种多元化的、流动性较强的资产，这种资产主要是金融资产；（3）要求逐步形成一个具有一定流动性的资本市场。上述三个方面，是居民收入资本化过程实现的基本条件，是储蓄有效地转化为投资的前提。

所以，中国居民收入越来越明显的资本化趋势，是中国资本市场发展和深化最坚实的经济基础。

2. 中国金融结构的实质性改善必须依赖于中国资本市场的发展和深化。

中国的经济体制，经过 10 多年的改革，虽然在相当多的方面发生了深刻变化，经济体制的市场化色彩也愈来愈明显，但是，到目前为止，至少在两个领域仍没有实质性的变化：一是国有企业的运行机制；二是金融体制和金融结构。虽然我们建立了中央银行体制，虽然我们也试图把银行的商业性业务与政策性业务从机构上加以分立，虽然我们对整个金融体系的运作采取了分业管理，以防范出现严重的金融体系风险，但是，所有这些，都没有从根本上改善中国的金融结构，也没有从根本上消除金融体系风险出现的温床。我们认为，中国的金融结构过于古典，而这种过于古典的金融结构又是建立在不完整的甚至是扭曲的信用体系基础上的，所以，它不可避免地潜伏着一种累积性的金融风险。这种金融结构在自然生长着累积性金融风险的同时，也严重地阻碍了金融资本与产业资本的融合，减缓并降低了资本转化的速度和效率。中国的金融结构似乎只有形式的变化，而没有功能的改善。这样的金融结构与中国市场经济的发展和现代化进程是不相适应的，无力担当下一世纪中国经济发展的推动器的角色。

要从根本上改善中国的金融结构，拓宽储蓄向投资的转化渠道，提高资本形成的效率，降低金融体系风险，使其真正发挥优化资源配置，促进资本流动的功能，就必须发展和深化中国的资本市场。发达的、有足够深度的资本市场，是改进中国金融结构的根本出路。

3. 中国企业资本形成方式或资本注入方式正在慢慢地发生深刻的变化，这种变化必然要求我们深化资本市场。

中国企业的资本注入方式经历了三个发展阶段：第一个阶段是改革开放以前的财政拨款方式；第二个阶段是改革开放以来到 1996 年的以银行贷款

为主的间接融资方式；第三个阶段是1996年以来直接融资比重逐渐增大的方式。可以预见，虽然在一个相当长的时期内，间接融资仍然是中国企业资本形成的主要来源，但其在融资格局和资本来源的比例上将逐步下降，则是一个不可逆转的趋势。企业资本的形成和扩张，将越来越依赖于资本市场，特别是证券市场。直接融资市场和间接融资市场是推动下一世纪中国经济发展的不可缺少的两个轮子。

深化资本市场，虽然从表面上看，将直接改变中国企业的资本来源，改变资本的注入方式，但其实质意义远不止于此。更重要的意义还在于，通过资本注入方式的改变，可以有效地改变国有企业的运行机制，提高企业的资本运营效率。

4. 深化资本市场，可以改变金融风险结构，进而，降低金融体系乃至整个经济体系的运行风险。

金融风险的分类有多种，但有两种分类对我们的研究极有价值：一种是按风险的影响范围来分，金融风险可分为金融体系风险（或者说体系性风险）和金融投资风险（或者说投资性风险）；另一种是按风险的性质以及产生的原因来分，可分为体制性的累积性风险和市场性的非累积性风险。我们认为，我国目前要特别防止金融体系风险，因为这种风险影响到整个金融体系的安全。

由于我们的资本市场不是很发达，我国的金融风险结构较为单一，主要表现为一种体制性的累积性风险。这种体制性的累积性风险有三个基本特征：一是这种风险是由缺乏市场约束力的体制和经济主体之间不完整的甚至是扭曲的信用关系造成的；二是这种风险呈现出一种“累积性”，资产盈利能力低，不良资产有增无减；三是这种风险不是通过市场机制来逐步化解，而是经常运用非市场性手段进行强行化解。体制性的累积风险对经济体系，特别是对金融体系的安全运行具有很大的破坏作用，对整个经济体制有极大的腐蚀性。这种风险积累到一定程度以后，完全有可能演化成金融体系风险。

为了防止金融体系风险的出现，基本的思路是：逐步改善目前过于单一的金融风险结构，消除累积性风险产生的体制基础。要实现这一目的，根本的途径只有一条，即加快发展和不断深化中国的资本市场，尤其是证券市场。唯有如此，才能使中国经济体系中的资产结构和投资主体真正实现多元化，从而使风险主体多元化，实现风险结构的转移和风险性质的改变。

在现代经济社会，由于现代金融体系的介入，无论在哪个国家，哪种经济制度下和在何种经济发展阶段，客观上都会存在着金融风险。问题的关键不在于国与国之间、经济体系与经济体系之间是否存在着金融风险，而在于以下四个方面的差异：（1）风险度的差异；（2）风险结构的差异；（3）风险源的差异；（4）风险化解机制的差异。

证券市场作为现代金融体系的重要组成部分，存在风险是正常的、必然的。一般来说，证券市场的风险通常表现的是一种投资性风险（投资主体的投资风险），即非体系性风险（通常不影响金融体系的安全）。更为重要的是，这种投资性风险在正常情况下是一种非体制性的、可以被市场逐步化解的风险，因而，不存在风险的累积过程。发展和深化证券市场，一个非常重要的目的，就是试图实现风险主体和风险结构的转移，使体制性累积风险部分地转变成非体制性的市场风险。我们认为，这种风险结构的转移和风险形态的变化，是金融体系进步和金融结构改善的重要标志。

应特别强调的是，证券市场的风险，虽然在正常情况下表现的是一种非体制性的、市场可以消化的风险，但是，如果我们不遵循市场规律，人为地、主观地过度干预（包括刻意打压和有意哄抬）这个市场，那么，证券市场的风险也会演变成累积性风险。其直接后果是，引起证券市场的巨大震动，破坏证券市场的流动性，损害证券市场的效率。

在中国，由于发展和深化资本市场，特别是证券市场有利于改善金融体系的风险结构，因而，我们不应过份地夸大证券市场的风险，不能只看到证券市场所存在的非体制性市场风险，而看不到这种非体制性市场风险对传统的体制性累积风险的替代效应。如果我们强调证券市场的风险，是想让投资者谨慎从事，那是完全正确的，但如果把这种风险夸大到让投资者望而却步，感到恐惧的地步，那就有问题了。

二、怎样深化中国的资本市场，特别是证券市场

既然资本市场对中国居民收入资本化过程的实现，对从根本上改善中国的金融结构，逐步改变资本的形成方式，彻底化解传统金融风险等都具有关键作用，那么，如何发展和深化中国的资本市场就显得特别重要。

中国资本市场经过几年的努力，虽然有一定发展，但从总体上看，市场形态还是很初级的，市场结构处在非常粗放的状态，缺乏应有的深度和弹性。当前，发展中国资本市场最关键、最核心的问题是市场深化。没有市场

的深化,就不可能有市场的成熟和发达,市场的功能也就永远只能停留在筹资的水平上,优化资本结构、提高资源配置效率、促使资本有效流动也就永远只能是一种空想。

我们认为,深化中国资本市场,应当从以下几个方面加以考虑:

1. 必须尽快建立完整的、市场化的资本市场运行规则和准则。

也许由于传统管理理念的深远影响,也许由于时间太短、经验不足的缘故,中国资本市场现行的运行规则和准则,充满着计划经济的精神。可以设想,这种充满计划经济精神的市场运行规则和准则与高度市场化的资本市场是多么地格格不入。这两种格格不入的东西碰到一起,受损害的只能是资本市场本身。从这个角度就不难理解中国资本市场为什么会出现“拉郎配”,中国证券市场为什么“垃圾股”泛滥,“过度包装”盛行。中国资本市场的运行规则和准则所透出的计划经济精神,在股票发行和上市环节得到了淋漓尽致的表现。

不对中国资本市场的运行规则和准则进行根本的改革,就不会有市场的深化。当务之急需要进行根本改革的运行规则和准则是:股票发行的额度管理、首长选股和行政审批;股票的市场进入标准和规则;交易主体资格确认的程序和规则;违规、违法行为的认定标志;监管的随意性和主观性;等等。

我们所要建立的资本市场运行规则和准则,首先必须充分体现市场经济的精神。这些充分体现市场经济精神的运行规则和准则,首先必须包括:发行与上市的市场准入制度,信息披露的动态监控和事后检查,违规、违法行为的量化标准,市场兼并的效率准则和自主原则等。

2. 必须扩大市场流通总规模,提高市场的内在价值。

市场流通规模的扩大和内在质量的提高,是市场深化的必经之路。市场规模的扩大,应当注意保持适当的速率和频率。我们既不能毫无根据地不顾市场的承受力盲目扩张,更不能顾虑重重而停止不前。我们始终认为,就中国证券市场而言,20%左右的市场规模扩张速度是恰当的、必要的。

在市场规模扩张的同时,要对市场内在价值的提高给予特别的关注。当前,要特别防止为争取股票发行额度而出现的“过度包装”。“过度包装”就是造假,是“垃圾股票”的始作俑者,对中国证券市场的健康发展具有极大的破坏作用。我们不能因为一时的筹资需要而损害这个对中国未来经济发展具有重要作用的市场。为了提高市场的内在价值,一方面,我们要真正形成

“吐故纳新”的淘汰机制；另一方面，必须对“过度包装”造假行为的责任人，包括上市公司、券商、各类中介机构给以严厉惩处。

3. 必须逐步增加上市品种和数量，既要使现有的市场品种如股票（A、B）、债券（国债和企业债）、基金等更加丰富，又要研究、开发并在条件成熟、时机适当时推出一些新的投资品种，如可转换公司债、金融债权证券等，还可以研究一些衍生性金融工具。

随着市场经济的发展，特别是资本市场的发展，企业的融资形式和融资性要求越来越多样化，这一趋势对金融工具创新的要求愈来愈迫切。我们不能因为近几年来国际金融市场，特别是国际资本市场由于衍生金融工具的应用而引发了一系列重大事件就简单地否认金融工具创新的必要性。在现代经济社会，金融活动的多样化趋势，客观上要求金融工具必须不断地创新。金融工具的创新与金融市场的深化，在某种意义上说，是等价的。

中国的金融结构之所以没有实质性的变革，市场形态之所以长时期处在粗放的状态，缺乏应有的深度，其中一个极为重要的原因就是传统金融工具创新不够，单一且呆板的金融工具满足不了日益多样化的融资需求。我们认为，建立在需求多样化基础上的金融工具的创新，应当是中国金融体制改革的一项重要内容。

4. 必须对投资主体结构重新进行制度安排，以提高投资者抗击市场风险的能力，增强市场恢复流动性的机能。

《证券投资基金暂行管理办法》的颁布，为中国资本市场特别是证券市场的发展注入了新的活力和动力，为投资主体结构提供了新的制度框架。证券投资基金对证券场所起的推动作用除了主要表现为：（1）为证券市场注入了一笔相对稳定的资金；（2）为证券市场提供了一些新的金融产品；（3）为投资组合和专家投资机制创造了必要的条件等之外，更主要的意义可能还在于，为改善以中小投资者为主体的投资者结构提供了新的制度安排。我们认为，以中小散户投资者为主体的投资者结构和以此为基础而形成的营业部体制，是无论如何也适应不了 21 世纪中国证券市场发展的，也是难以与国际市场接轨的，这样的市场结构缺乏基本的稳定力量，因而是相当脆弱的。证券投资基金的发展，意味着证券市场的交易体制会发生这样的变动趋势：营业部体制——→经纪人体制方向的发展；投资者以中小投资者为主体——→规范意义上的机构投资者为主体的方向变动。投资者结构和交易体制的上述变动趋势，无疑有助于提高市场在突变情况下恢复流动性的能力。

5. 必须使利率维持在一个适当低的水平上，执行相对低的利率政策。

利率是直接影响资本市场深化的直接的的决定性因素。高利率势必严重阻碍资本市场的发展和深化。适当低的利率水平，是中国资本市场得以深化的基本政策前提。经过 1996 年的两次利率下调和 1997 年的第三次利率下调，中国的利率水平已经到位，中国资本市场深化的基本政策环境开始具备。

主题背景研究

我国居民收入资本化 趋势的实证分析

一、我国居民收入资本化趋势的统计描述

1. 概念和指标

居民收入资本化指的是随着居民资产规模的累积和居民收入水平的提高，居民收入性质逐渐发生变化，主要表现为以证券化金融资产形式持有的新增收入比重不断上升的趋势。我们用 Y_T 表示居民部门在第 T 期的收入总额， W_T 表示 T 期末居民部门的资产存量， A_T 表示第 T 期居民部门新增证券资产净额。那么，居民收入资本化趋势可以表示为：

$$\partial (A_T / Y_T) / \partial W_T > 0 \quad (1)$$

我们知道，居民收入 (Y_T) 可以分为消费 (C_T) 和储蓄 (S_T) 两部分，其中，居民储蓄经过居民部门的投资决策后会转化为居民资产的增额，即：

$$S_T = W_T - W_{T-1} \quad (2)$$

居民资产增额包括两部分，金融资产增额 (F_T) 和实物资产增额。居民金融资产增额具体来说可以分为三部分：居民手持现金增额、居民储蓄存款增额和证券化资产增额 (A_T)。由此可见， A_T / Y_T 值的变化取决于三个比率的变化：(1) 储蓄率 (S_T / Y_T)；(2) 以金融资产形式持有的新增储蓄占居民储蓄的比重 (F_T / S_T)；(3) 在居民新增金融资产中证券资产所占比重 (A_T / F_T)。也就是说：

$$A_T / Y_T = (S_T / Y_T) * (F_T / S_T) * (A_T / F_T) \quad (3)$$

其中, 储蓄率受居民收入水平、消费和储蓄决策的影响, 后两个比率受居民投资决策的影响。居民收入资本化趋势就是在居民资产规模不断扩大的基础上, 受这三项比率指标的波动共同决定的 A_T/Y_T 值不断提高的变化趋势。

2. 统计数据和基本判断

1978 年改革开放以来近 20 年, 我国居民收入水平的绝对数和相对数都得到很大的提高, 居民消费、储蓄、投资等经济决策所面临的制度背景也发生了根本性改变。这些变化在我国居民收入和资产的规模结构近 20 年间的变迁中得到充分体现, 其中表现出来的一个新趋势就是居民收入的资本化。表 1 列出了我国居民部门 1978—1995 年间的资产、收入规模和结构变化的统计数据, 表 2 列出了我国居民部门 1980—1996 年间金融资产增量结构变化的统计数据。

表 1 1978—1995 年我国居民资产、收入的规模与结构

年度	年末居民资产总额 W_T	年度居民收入 ^① Y_T	储蓄额 S_T	储蓄率 S_T/Y_T (%)	新增金融资产 F_T	新增储蓄占居民 储蓄比重 F_T/S_T (%)
1978	884.4	1 544				
1979	1 053.1	1 841.5	168.6	9.2	104.4	62
1980	3 048.2	2 246.6	1 995.2	88.8 ^②	205.4	10.3
1981	3 679.1	2 458.8	630.8	25.7	190.5	30.2
1982	4 385.8	2 666.7	706.8	26.5	290.4	41.1
1983	5 145.6	2 991.7	759.8	25.4	270.7	35.6
1984	6 271.8	3 630.1	1 126.2	31.0	518.7	46.1
1985	8 072.5	4 674.8	1 800.7	38.5	648.2	36
1986	10 548.5	5 425.5	2 475.9	45.6	1 171.8	47
1987	13 050.8	6 483.0	2 502.3	38.6	1 117.3	44.7
1988	16 486.7	8 376.5	3 435.9	41.0	1 464.8	42.6
1989	20 511.8	9 327.7	4 025.1	43.2	2 135.1	53.1
1990	24 150.0	10 176.9	3 638.2	35.8	2 267.0	62.3
1991	28 820	11 590.1	4 670.0	40.3	3 028.0	64.8
1992 ^③	34 478	18 353.7	5 658.0	30.8	3 838.0	67.8
1993	42 464	23 549.0	7 986.0	33.9	5 286.0	66.2
1994	53 067	31 527.0	10 605	33.6	8 375	79.0
1995	65 660	42 412	12 593	29.7	9 583	76.1

资料来源:

① 1991 年以前居民收入 Y_T 是居民的实际货币收入, 与《中国统计年鉴》中用国民收入使用额作为收入的统计口径不同, 具体估算方法参见厉以宁(1992)和蒋学模(1990)。1992 年以后居民收入 Y_T 是居民可支配收入, 不仅包括居民货币收入, 还包括居民实物收入和房租补贴等虚拟收入。所以, 1992 年以后的 Y_T 系列大约比 1991 年以前的 Y_T 系列高估 20% 左右, 相应地, 1992 年以后 S_T/Y_T 和 A_T/Y_T 值系列也比 1991 年以前低估 20% 左右。

② 1980 年储蓄率异常是因为从这一年度开始将居民耐用消费品纳入了居民资产统计范围内。

③ 表中 1978—1991 年的数据是根据臧旭恒《中国消费函数分析》(1994) 的第 135 页数据折算而得, 表中 1992—1995 年数据是根据《中国统计年鉴》1993—1996 各卷, 并参考世界银行及国家计委等单位有关资料测算得到。

表 2 1980—1996 年我国居民金融资产增量结构

年度	金融资产年度增量(F_T)	手持现金增量	银行储蓄存款增量	证券资产增量	$A_T/F_T(\%)$
1980	205.4	65.4	139.9		0
1981	190.5	51.7	138.3	0.5	0.3
1982	290.4	40.1	157.8	92.7	31.9
1983	270.7	84.1	184.7	1.7	0.6
1984	518.7	199.2	318.8	0.7	0.1
1985	648.2	163.7	395.4	89.1	13.7
1986	1 171.8	152.1	533.2	486.5	41.5
1987	1 117.3	189.2	835.2	92.3	8.3
1988	1 464.8	531.8	728.2	204.8	14.0
1989	2 135.1	157.0	1 333.5	644.5	30.2
1990	2 267.0	238.9	1 899.0	128.9	5.7
1991	3 028.0	421.6	2 076.3	437.8	14.5
1992	3 838.0	900.0	2 510.0	427.8	11.0
1993	5 286.0	1 030.0	3 410.0	845.8	16.0
1994	8 375.0	1 430.0	6 310.0	635.2	7.6
1995	9 583.0	600.0	8 280.0	703.4	7.3
1996	12 337.0	916.6	8 858.5	2 562.1	21.0

说明：1992 年以前证券资产仅包括居民拥有的各类国债和按发行价计算的股，1992 年以后开始计入深、沪两市的上市股票。国债是以其发行价计算的，而股票是以其市值计算的。

资料来源：同表 1

从表 1、表 2 中的统计数据我们可以看出：（1）改革开放之初，居民收入仍受到旧体制的影响，收入水平较低，因而主要用于应付日常生活开支，居民部门储蓄率低，1979 年仅为 9.2%。进入 80 年代以后，随着居民收入水平的提高，居民部门储蓄率也随之稳步提高，1986 年一度达到 45.6%，此后略有回落，但基本稳定在 30%~40% 之间。（2）居民部门以金融资产形式持有储蓄的比重在整个八九十年代稳步提高。由于受居民收入水平的限制，在改革开放之初，居民储蓄主要转化为实物资产，如耐用消费品、农村自住建房等，所以当时的 F_T/S_T 值偏低，1980 年仅为 10.3%。1979 年 F_T/S_T 值异常（62%），是因为当年农村推行联产承包责任制后，农民收入增长迅速，并大部分转化为农村居民储蓄存款，使得当年居民新增金融资产占居民储蓄的比重大大偏离正常水平。80 年代初，这一比率迅速提高，到 1984 年达到 46%。此后居民部门对耐用消费品、农村自住建房和实业投资需求

开始启动,这一比率在此后的数年中基本处于稳定,大体维持在40%以上。90年代初,该比率又开始新一轮上涨,表现最为活跃的是居民储蓄存款,增长势头强劲,使得该比率从80年代的40%上升到90年代中期的70%以上。目前这一比率仍在稳步提高,金融资产已成为居民储蓄的主要选择。

(3) 在居民储蓄率和 F_T/S_T 值稳步提高的同时,我国居民金融资产结构也发生了微妙的变化。90年代以前居民金融资产中,储蓄存款增长稳定,而居民证券资产的增长则显得有些捉摸不定。居民证券资产的增长主要受当年对居民发行国债规模的影响,完全是一种被动的变化。90年代以后,居民新增证券资产开始显示出稳定增长的势头,1996年 A_T/F_T 值达到21%。由于数据的限制,我们无法列出1997年的 A_T/F_T 值,但是1997年2529亿的国债发行规模和股票市场流通市值的快速扩张,使我们可以预测1997年的 A_T/F_T 会有进一步的提高。更为关键的是,90年代以来居民新增金融资产中证券资产比重的稳步提高是居民部门资产选择的结果,是一种主动的变化。

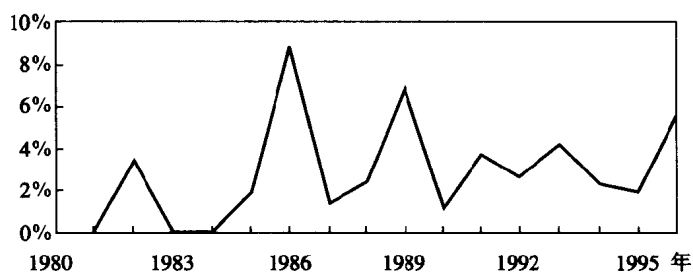


图1 我国居民收入资本化趋势图

从图1我们可以看出,在我国居民资产存量稳定增长的同时,我国居民收入资本化的趋势90年代以来开始初见端倪,成为我国90年代经济运行的一种重要特征。

二、我国居民收入资本化趋势的原因探析

前面的分析表明,进入90年代以后我国居民收入资本化趋势日益明显。这一新趋势的出现意味着与我国居民部门决策相关的制度背景、经济环境发生了深刻的变化。它既是我国经济体制的深刻变革引起的居民经济决策变化的体现,也是我国经济生活中各经济主体资金来源市场化和多样化的集中表现。具体来说,有以下几个方面的原因: