

经济转型与经济发展前沿文丛

Economic Transition and
Economic Development

中国资本市场开放研究

沈坤荣等 / 著

人民出版社

中国资本市场开放研究

沈坤荣等/著

人民出版社



沈坤荣简介

沈坤荣，经济学博士，美国斯坦福（STANFORD）大学经济学系高级研究学者。现任南京大学商学院经济学系主任、教授、博士生导师，南京大学——霍普金斯大学中美文化研究中心兼职教授。中国数量经济学会常务理事，中国价格协会理事；江苏省交通经济学会会长等。主要研究领域：宏观经济、资本市场、经济增长。近年来著有《中国经济增长论》、《新增长理论与中国经济增长》等8部专著，在《中国社会科学》、《经济研究》、《Journal of Asian Economics》等刊物上发表学术论文100余篇。荣获中国博士后学术大会优秀论文一等奖；江苏省人文社科优秀成果一等奖，江苏青年科学家奖，宝钢教育基金优秀教师奖，高等教育国家级教学成果二等奖，教育部“新世纪优秀人才支持计划”入选者，享受国务院专家特殊津贴。

丛书序

献给读者的是南京大学经济学科的系列研究成果，关注的是中国经济转型与经济发展的前沿问题。我国目前正在推进的经济转型或转轨主要涉及三个方面：经济体制由计划经济向市场经济的转型；增长方式由粗放型向集约型的转型；经济发展阶段由传统向现代的转型。由此发生了多个层面的变化：市场态势由卖方市场转向买方市场；宏观经济不均衡的主要特征由通货膨胀转向通货紧缩；经济结构正在发生重大变动；工业化、城市化、信息化成为结构变动的重要推动力；等等。与此同时，转型中的摩擦和矛盾逐步显现，市场秩序的混乱、信用的缺失、失业和下岗的剧增等无序现象成为经济转型的阻力。对转型内容和目标的研究及转型期摩擦和矛盾的分析就成为我国经济转型理论的重点。

经济转型理论把转型分为两个阶段：第一个阶段是各个原先的计划经济国家推进自由化、市场化的改革（在前苏联和东欧国家还包含着放弃社会主义）；第二个阶段是针对在转向市场经济体制过程中，各个转型国家普遍出现的经济波动、通货膨胀、通货紧缩、失业、腐败等问题，推进以追求经济稳定和经济增长为内容的改革。

当今世界上进行经济转型的国家较多，各国转型的具体目标和路径不尽相同。不同的国家推行不同的市场经济，实行不同的转型步骤，转型的效果也很不一样。在经济转型的第一阶段，不同国家市场化的重点不同，如波兰、俄罗斯等国家重点在私有

化,中国的重点在经济运行机制的转换;改革的速度不一样,前苏联和其他东欧国家基本上都采用了大猛击 (big bang) 式的“休克疗法”战略,我国则实行渐进 (gradualism) 式的改革战略。虽然,进行经济转型的国家无一例外地出现了通货膨胀等宏观经济不稳定的状态,但是,实行“休克疗法”的国家其通货膨胀率显著地高,经济增长率显著地低,甚至多年处于负增长。与此相反,实行渐进式改革的中国,在转型阶段经济增长率持续处于高水平 (10%左右),通货膨胀率也比这些国家低得多。实践证明,渐进式的经济转型不但不会破坏生产力,还会由于市场化改革的顺利进展而产生明显的推动经济增长的效应。

虽然中国经济转型实行的是渐进式改革战略,但是到 20 世纪 90 年代初,中国的市场化水平实际上超过了实行“休克疗法”的前苏联和其他东欧国家,经济增长率显著高于俄罗斯和其他东欧国家,通货膨胀率也最低。于是,中国的第一个经济转型阶段的成果得到了普遍的肯定。一些国外学者在比较中国和前苏联及东欧国家的转型效果后得出的结论,认为中国改革的成功经验是:一方面中国的市场化改革比其他国家早;另一方面中国首先推进经济改革而没有首先进行政治改革;再一方面中国在中央与地方政府之间的分权。中国实行的双轨制是渐进式改革的重要特征。这些因素在中国经济市场化过程中起着重要的作用,也是我国经济转型较为稳定的重要因素。尽管如此,进入 21 世纪后,在中国的经济改革已进行了二十多年后,政治体制改革研究仍不可回避,因此,以政府改革先行的政治体制改革便成为改革的新内容。与此相应的是,转型经济学需要研究经济改革与政府改革的相关关系。

1995 年年初世界银行组织了一次关于第二次转型的讨论会。会议主持人、世界银行首席经济学家迈克尔·布鲁诺 (Michael Bruno) 就第二次转型提出了三个论题:(1) 转型国家稳定、自

由化和经济增长的依赖关系；(2) 企业重组问题；(3) 法制建设，这涉及腐败问题。这三个论题也是我国当前经济转型的课题。就第一个论题来说，国民经济的稳定增长需要结构的调整来支持。就第二个论题来说，企业重组和产权之间的相互关系是相当重要的。就第三个论题来说，腐败可能破坏稳定甚至延缓改革的进程，因为它可能降低政治的可信度和对政府的信心。

关于第一个论题，建立保证经济稳定增长的机制应该成为经济转型的重要内容。经济转型国家大都面临最严重的通货膨胀等宏观经济问题，这可以用科尔纳的短缺经济理论来说明。短缺是计划经济时期和市场化改革初期阶段的常态。由于短缺，政府和企业都有扩大投资的冲动，居民有着强烈的“消费饥渴症”。改革开始后，企业有了投资和经营自主权，地方政府也有了自己的财力，再加上预算的软约束，各个方面的扩张冲动难以遏制，于是通货膨胀难以避免。

经济转型国家在经济转型过程中出现的不稳定因素，不仅仅是通货膨胀，通货紧缩也可能出现。现实中，一些转型国家已经出现了经济的停滞或衰退，甚至是经济停滞与通货膨胀并存。就像俄罗斯从1991年开始实行“休克疗法”的改革，到今天其经济增长基本上处于停滞状态，近年来又出现严重的经济衰退。主要原因在于激进的改革战略以及由此引起的经济和政治的混乱秩序。

应该说，中国的渐进式改革，由于制度摩擦较少，能够避免对生产力的破坏，因而其在转型阶段能够保持持续的经济增长。但是，不容忽视的是，由于两种体制交织，旧体制下单纯追求产值增长而不顾效益的行为仍然顽强地起作用。有了投资自主权的企业由于决策能力差，而热衷于重复建设和重复投资，这种行为还会得到地方政府或部门的保护（诸侯经济），当重复建设和重复投资积累到一定程度，生产的产品便会超过市场购买力，不可

避免地导致产品的积压。因此而产生的市场问题会迫使经济增长率下降,更为严重的便是出现经济衰退和就业不足。

显然,在经济转型国家经济的不稳定可以表现为通货膨胀,也可能表现为经济停滞或衰退,也可能是通货膨胀和经济停滞结合在一起。因此经济转型研究的新课题自动担负起寻求实现经济稳定增长的使命。

面对转型国家通货膨胀严重和经济增长停滞的状况,研究经济转型的经济学家开出了各种稳定和推动经济增长的药方。在世界银行进行的关于第二次转型的讨论中,国际货币基金组织的斯坦利·费希尔(Stanley Fischer)把旨在实现稳定和增长的第二次转型的重点概括为三个方面:(1)改革财政制度;(2)改革金融制度;(3)改革汇率制度。这涉及宏观调控体制的改革和完善。

4

关于第二个论题是,企业重组。调整和优化企业结构的前提是根据市场化要求改革所有制结构。中国在市场化改革二十多年后提出企业重组,意在明晰企业产权。明晰产权的途径:一是发展包括私有制企业在内的非国有企业;二是对包括国有企业在内的公有企业进行以明晰产权为内容的改革,将其改制为多元股权的公司制企业;三是企业间通过产权交易进行并购。

在市场化改革的初期,市场化是在制度外发展非国有经济。由于当时中国的市场属于卖方市场,商品严重短缺,非国有经济进入的行业基本上带有“填空”的特征。进入20世纪90年代后期,一方面,制度外的资源被充分动员,开始转向市场经济的国有企业也开始进入市场争夺资源,这就使非国有经济发展遇到资源限制;另一方面,许多领域特别是非国有经济成分主要进入的制造业领域进入了买方市场,这些领域的过度竞争造成非国有经济成分发展的势头减缓、效益下降。在这种市场新格局中,非国有经济成分要进一步扩大,就要进入国有经济已经进入的领域和

市场，由此产生国有经济与非国有经济的激烈竞争，从而牵动国有经济布局的战略调整 and 国有企业的资产结构重组，其途径包括国有经济在所处的弱势领域的退和非国有经济的进。

企业重组不可避免地触及到国有企业（也包括其他类型的公有企业）的产权结构变动。现在已经明确，股份制可以成为公有制的主要实现形式，因此除了将一部分中小企业改制为私人企业外，相当部分企业可以通过吸收私人资本，或其他法人资本的途径形成多元股权的公司制企业。

与国有经济布局调整相对应，私人企业也进入新的发展阶段。一方面私人企业的发展在许多地区已经不再表现为个数的增加，而是规模的扩大、竞争力的提高；另一方面是市场准入，即拆除私人企业进入许多生产领域的各种政策壁垒，准许外资进入的市场同样应对国内私人企业开放；再一方面是准许私人企业走出去参与国际竞争。

关于第三个论题，是通过法制建设克服转型阶段的腐败。经济转型时期造成不稳定的另一个问题是腐败问题。耶鲁大学教授苏珊·罗斯·阿克曼（Susan Rose Ackerman）认为，腐败在僵硬的计划经济制度中盛行，其原因是计划经济阻碍商品和服务的自由流动，它通过分配稀缺的物品和服务为“寻租”提供刺激。计划经济制度崩溃后，本来预计合法的自由市场的规则将普遍实行，不合法的“寻租”和其他的腐败将减少，但在现实中这种效应没有出现。腐败成为转型国家的共同问题。为什么？有人说，盛行腐败是转型国家增长的痛苦，但是腐败盛行将毁灭转型本身。

在苏珊·罗斯·阿克曼看来，在转型阶段腐败仍很严重，主要原因在于国家继续保持着对“钱袋”的控制，它们可能有“寻租”问题和其他内部交易。虽然市场化过程会因最终减少政府对经济的干预而减少腐败，但在现实中腐败没有因政府作用的减少

而减少。人们可能试图在新的制度中创造新的“寻租”的路径。最坏的例子是人们决定退出第一经济，以防止国家和其他知情者干预。

基于上述产生腐败的原因，克服腐败不仅要求减少政府对经济的干预，还要求建立相应的法律制度。这就是苏珊·罗斯·阿克曼所指出的，转型国家试图建立法律标准，同时在经济自由化过程中要通过去除或减少补助、贸易限制和政府购买中享受的优先待遇来减少“寻租”的可能性。换句话说，国家应该尽可能有节制地管理经济。

应该说，改革和发展相协调是中国前一时期的市场化改革取得成功的经验，它也将成为今后一个时期的经济转型所要坚持的准则。改革与发展是统一的。一方面改革能推动发展，目前经济发展的最大阻力是经济体制的阻力，改革就是要克服这种阻力；另一方面发展也能推动改革。经济发展能减轻改革的阻力，为改革创造宽松和良好的环境。从成本效益分析，改革的成本是经济发展水平的下降，改革的效益是经济发展水平的提高。较低成本的改革就是改革能带来经济的更快增长。

对我国这样的发展中国家来说，经济发展是主题，结构调整是发展的主线。与经济发展相关的结构性变化的主要过程包括四个方面：（1）劳动者从农业活动转向非农业生产活动，即工业化过程；（2）城市和乡村之间的人口比例发生了变化，即城市化过程；（3）工业自身尤其是制造业内部的结构变动；（4）服务业部门的结构转变。就我国目前来说，结构调整内容更为丰富，其中包括产业结构调整，其主题是产业升级；企业结构调整，其主题是资本向优势企业集中；所有制结构调整，其主题是发展多种所有制经济；国有经济的战略性调整，其主题是优化国有资本的分布结构；贸易结构调整，其主题是创造国际竞争优势；区域结构调整，其主题是区域间协调和共同发展。

现在经济转型目标已经非常清楚，经济转型效果也很明显，但我们也不能不看到实际上存在的各种无序现象，而且潜伏的体制矛盾还在逐渐显示，特别要指出的是已有的改革也不是都成功的。因此，实事求是地研究已经和正在进行的市场化改革的无序现象，从中寻求由无序走向有序的路径，应该是十分有意义的。

针对经济转型已经出现和可能面临的矛盾，有必要研究经济转型的秩序，以保证较少摩擦、较低成本地实现转型。主要涉及以下问题：

第一，理论创新是社会发展和变革的先导，同时也是实现经济转型并在转型期稳定发展的根本保证。理论创新的基本要求是，在坚持马克思主义基本理论作为指导的基础上，总结实践的新经验，借鉴当代人类文明的有益成果，不断扩展新视野，做出新概括。这里特别要求作为指导思想理论基础的 political 经济学的与时俱进。

第二，关注转型的路径依赖。根据青木昌彦的假定，经济体制所依存的历史的、社会的、技术的、经济的环境，现存的制度改革路径会造成经济体制的路径依赖，使改革路径偏离目标。这种状况一方面说明了改革的艰巨性，另一方面也说明了需要解决改革路径所依赖的各种环境的改变。根据罗纳德·麦金农的“经济市场化的次序”理论，需要依据各个经济子系统之间的相互联系，解决好市场化改革的次序，防止因次序颠倒而产生的经济系统的混乱。

第三，发展是实现转型的动力。经济转型过程中出现的许多无序和混乱现象，可以用改革和发展不相协调来说明。改革和发展的协调指的是，改革的任务必须由发展的任务提出，改革的战略必须适应经济发展的战略。经济发展有多方面要求，改革的效应不可能同时满足发展的所有要求，某项改革措施的效应对某种发展要求可能有利，但对另一些要求可能不利，这就要从发展方

面衡量改革的成本和效益。特别要注意的是，虽然从理论上说改革能解放生产力，但不等于说每一项改革措施都会立即带来发展效应。因此协调改革和发展关系的一个重要内容是，一切有利于经济增长的改革应该先行。

上述关于经济转型与经济发展内容及路径的介绍，同时也简述了本丛书所涉及的主要方面。需要说明的是，本丛书都是本学科学术骨干呕心沥血的力作，因此，本丛书也可从一个侧面反映南京大学经济学科的学科建设成果。

南京大学党委书记、教授、博士生导师

洪银兴

前 言

20 世纪 80 年代以来全球金融自由化和金融一体化浪潮势不可挡,对世界经济乃至政治格局变化产生了重大的影响。发达国家的金融机构触角已经伸到世界各地,而发展中国家也或多或少地开始融入金融全球化的浪潮中。同一时期,中国经济开始实行改革开放政策,二十多年来取得了令世人瞩目的经济成就,并迅速成为全球最大的外商直接投资国。回顾中国经济快速增长的这一历程,经济体制改革起了关键性的作用,其中对外开放政策,包括吸引国际资本流入、走市场化道路等都是非常重要的因素。

回顾历史,我们不难发现,在过去的改革开放过程中,我国政府基本采取了一种有选择的对外开放政策,经济实体部门如制造业一般都允许国外资本自由进入,而服务部门特别是金融服务部门开放程度较小,资本项目管制严格,也严禁短期资本流入。这种鼓励外商直接投资的政策在过去的确发挥了巨大的作用,但同时因为缺乏国际竞争压力带来了中国金融部门和金融市场改革的明显滞后。加入 WTO 标志着中国经济市场化进程开始进入一个深层次的阶段,经济活动的方方面面将全面融入到世界经济,特别是过去开放程度较轻基本处于被保护状态的金融部门和金融市场。同时,随着中国企业全球化步伐的广泛开展,也需要国内金融市场和金融机构能够提供强大的资本支持和融资渠道。而从资本市场自身发展的角度来看,迫切需要通过资本流动、国内外金融机构之间的互相竞争来发现自身存在的各种严重问题,并走上规范发展

的道路,减轻金融开放的风险。资本市场的国际化有助于推动国内金融体系改革,更好地适应金融全球化挑战。

金融全球化给各国经济发展带来新的机遇,也带来了严峻的挑战。对于正在进行金融改革和开放的中国来说,金融全球化无疑是我们最值得关注的外部环境和外部条件。从金融市场对外开放的战略到各项具体的改革方案、经济制度,都需要基于金融全球化这一宏观背景来考虑。资本市场作为金融体系的核心一环更不例外,并且其对外开放和融合的举措和效果直接关系到金融改革的生死成败。金融开放的趋势不可逆转,但不能忽视的是资本市场开放与其他市场开放有比较大的差别,资本市场流动性特别强,逐利性相当突出,国际金融市场上存在大量的“热钱”,四处流动寻找投机机会,甚至这些“热钱”会针对某些国家的薄弱环节进行主动性攻击,这与FDI是截然不同的,因此资本市场开放稍有不慎就有可能给该国带来严重的经济衰退或者金融危机。仅20世纪90年代以来,就相继发生了英镑危机、墨西哥比索危机、东南亚金融危机、拉美金融危机等,其中国际投机资本都在危机发生和传染过程中起到了推波助澜的作用。

在资本市场开放过程中,在强调加强对外部热钱监控的同时,更为核心的问题是本国金融体系和经济体自身需要有较强的免疫力,这对于正在走开放之路的发展中国家尤为重要,而这也是改革的难点所在。一个恰当的资本市场改革路径可以起到事半功倍的效果,而一条与经济改革不配套和金融全球化不协调的开放之路很可能就蕴涵着巨大的风险。中国资本市场不仅具有类似东南亚国家的经济结构问题和风险特征,而且是在转轨经济这样一个背景下开始开放,金融风险的防范需要格外关注,在开放路径选择上就更加需要谨慎行事。

单就证券市场而言,中国政府正在改变原来的内部封闭发展模式,而考虑采取“引进来”和“走出去”相结合的开放发展战略,推

动境内金融机构和国际投资银行在国内资本市场和国际资本市场两个市场同场竞技。引进 QFII 已经成为这两年中国资本市场开放的一个重要内容,它对推动国内投资理念和金融工具的理解有着积极的作用,但 QFII 的引进绝对不能着眼于推动股指上涨,而且在中国国有股流通问题没有突破之前客观上也不宜过度扩大规模。这两年我们在看到 QFII 价值投资示范效应的同时,也看到了 QFII 投机人民币升值的普遍现象,甚至还看到了 QFII 操纵市场误导投资者的反面案例。QFII 制度还需要进一步反思和完善。在继续推进 QFII 发展的同时,我们也建议政府尽快推出 QDII,这一方面可以增加资本流动性,推动汇率体制的改革增加汇率制度灵活性而减轻人民币升值压力,另一方面可以推动金融监管部门和国内金融机构真正去全面了解和深刻体会国际资本市场的运作过程。

资本市场的开放不仅仅是一个证券市场的开放问题,同时还

需要银行系统的配套改革。应该说,国有商业银行改革步伐的缓慢是影响资本市场开放的关键因素,一方面资本市场开放的改革主体需要国有商业银行成为具有清晰公司治理的股份制商业银行,另一方面银行系统的大量坏账始终是资本市场开放的最大阻力,也是最大的风险隐患。简单来说,资本市场开放其实质是一个市场化、法治化和国际化的过程,从这个角度来说,资本市场开放需要赋予更多的内容,监管体系的完善、法治的建设以及声誉机制都是一个成熟资本市场不可或缺的,却也是目前中国资本市场明显缺少的。在开放资本市场环境下,金融监管主体的全球协调也日益变得重要起来。

回顾成熟资本市场发展的历史过程和现有成就,可以说是令人神往,但回首国内资本市场,尤其是国内证券市场的现状,不能不感叹差距之大,这种差距并不在于规模的大小,而主要体现在市场监管和公司质量上。然而,国内业界对于这些显然认识不足,监

管机构的重心似乎更多地考虑短期股票指数的稳定和救助违规金融机构,而这种政策居然很少听到外界的批评,这是很不正常的。甚至国内在资本市场发展和开放方向等一些不应该存在多大争议的基本问题上也是充满噪音,这很可能与证券市场上存在强大的利益集团有着密切关系。对于资本市场开放的理论和政策研究,必须撇开利益角度做到客观公正。有鉴于此,我们清醒地认识到资本市场开放需要研究的内容还相当之广,现有的研究也远远不足,要做的努力还很多。资本市场开放问题不仅仅是一个理论研究,更主要的是它是一个政策性课题,我们希望通过理论界和金融界的更多探讨,可以为资本市场改革和开放探索出一条明道,从而少走弯路。

4

这本专著针对经济处于转型期的中国资本市场开放进行深入研究,导论部分研究资本市场开放理论与政策的演进与比较,并对相关理论与政策进行简要的评述。资本市场开放效应篇,分析中国资本市场开放的界定、动因与现状;资本市场开放的增长效应和稳定效应;并从公司治理结构角度分析了资本市场开放的微观效应。资本市场开放路径篇,研究中国资本市场开放的目标模式与路径依赖;中国资本市场开放的主要途径:QFII和QDII;并就相关发展中国家的资本市场开放进行案例研究。资本市场配套改革篇,研究资本市场开放与银行业改革、利率和外汇体制改革等问题,并从理论角度对资本市场开放的制度支持进行深入研究。

这本专著是我主持的江苏省哲学社会科学“十五”规划基金重点课题(E2-011)与国家软科学研究计划项目(2001DG000037)的最终成果。专著的写作由我提出研究思路和写作提纲,在研究提纲的拟定和文稿的修改过程中王庆华、吴春燕、韩海波、李芝倩、张璟提供了大量的基础资料并做了大量的研究协调工作,初稿撰写的具体分工是:导论:沈坤荣、王庆华;第一章:韩海波、王庆华;第二章:方文全、沈坤荣;第三章第一、二节:吴春燕;第三章第四

节:孙燕、沈坤荣;第四章:蔡琦伟;第五章:王庆华、韩海波;第六章:王庆华;第七章:张成、张璟、袁成;第八章:李莉、沈坤荣;第九章:蒋锐;第十章:李芝倩、沈坤荣。初稿完成后由我与王庆华、李芝倩、张璟对每一章进行修改和补充,并由我最后定稿。

中国经济正处于制度转型和快速增长的进程之中,任何一种现成的理论都很难解释中国的经济现实,本专著也仅仅是一个尝试。由于理论功底和研究水平有限,肯定还有很多错误和不足之处,恳请专家学者批评指正。

沈坤荣

2005年7月8日于南京大学

目 录

丛书序	1
前言	1
导论	1
第一节 中国资本市场的对外开放	1
第二节 资本市场开放理论的文献综述	3
第三节 资本市场开放研究的基本问题	12
主要参考文献	14

资本市场开放效应篇

第一章 中国资本市场开放的界定、动因及现状	20
第一节 资本市场开放的界定	20
第二节 资本市场开放的背景和外部动因—— 全球金融一体化	30
第三节 资本市场开放的内在动因	36
第四节 中国资本市场开放的现状	49
主要参考文献	64
第二章 资本市场开放的增长效应——新兴市场的经验分析 及其对中国的启示	66