

JINGJIXUE MINGJIA

经济学名家近作书系

JINZUO SHUXI

资本“不足”经济中的 资本市场“运作”

戴园晨 著

ZI BEN "BU ZU"
JING JI ZHONG DE
ZI BEN SHI CHANG "YUN ZUO"

中国经济出版社

资本“不足”经济中的资本市场“运作”

戴园晨 著

中国经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

资本“不足”经济中的资本市场“运作”/戴园晨著. 北京:
中国经济出版社, 1998.1

(经济学名家近作书系)

ISBN 7-5017-4186-7

I. 资… II. 戴… III. 资本市场-研究-中国 IV. F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (97) 第 28458 号

责任编辑: 聂无逸

资本“不足”经济中的资本市场“运作”

戴园晨 著

*

中国经济出版社出版发行

(北京市百万庄北街3号)

邮编: 100037

各地新华书店经销

星月印刷厂印刷

*

850×1168 毫米 1/32 9 印张 220 千字

1998 年 1 月第 1 版 1998 年 1 月第 1 次印刷

印数: 1~2000

ISBN7-5017-4186-7/F·3029

定价: 18.00 元

前 言

从要素市场考察中国经济，它具有两大特色。一方面它是劳动过剩经济，另一方面它又是资本不足经济。由此形成的鲜明反差，使得中国在实现生产资料和劳动力相结合时，遇到了远比其它国家大得多的困难。

困难是早就存在的，不过在传统经济体制下，采用行政方式把问题掩盖下来，例如用城乡隔绝办法不让农民工进城，还动员知识青年上山下乡，把城镇剩余劳力塞到农村。但行政方式只不过是堵于城外转移矛盾，掩盖不等于解决。这样，在经济转轨过程中，改革开放越是深入，市场经济越是发展，过去长期积累的问题逐一暴露，问题似乎越来越多，困难似乎越来越大。在世纪之交和进入 21 世纪时，中国经济中的难点、热点和焦点，莫不与此有关。

我从 1985 年以来，一直研究劳动就业问题，深感尽管从微观角度考察有其个性，而从宏观角度考察则和资本问题有着千丝万缕的联系。因为，资本是粘合剂，有了资本金才能使生产资料和劳动力结合起来。循此思路，逐渐把注意力转向对资本市场的研究，通过对两个具有鲜明对比的生产要素市场的观察，加深了认识。既然“资本不足”是困扰世纪之交以至于下世纪的长期性问题，那就需要打持久战。既要尽力而为，千方百计筹措

资本，用好用活资本；又要坚持量力而行，稳中求进，不搞短期性的战役冲刺。那样无济于、无益于长期发展。

转入对资本市场的研究后，绚丽多彩的各种金融工具，不断跳动的行情变化，入市者平等共享机遇与风险并存的心跳游戏，驱使我不断地对中国资本市场的培育成长和运行操作发表议论，其中不乏受人们赞许的篇什，颇多获得人们认同的见解。从多渠道获得的信息反响，人们最感兴趣，共鸣最多的是三项：一是认为资本市场的运作，可以挖掘出活力和潜力，使死资本活起来，这正是资本市场魅力之所在。尤其是在对资本市场还存在种种疑虑的时刻，解疑虑、辨因果，尽到了一个经济学家的责任。二是认为资本市场的运作不可能没有投机，不可能毫无泡沫，那样会把资本市场搞得冷清清的，但又不能听任泡沫越积越多，形成“泡沫经济”，这就需要政府适时适度地进行调控，清肿去臃，避免泡沫的累积。尤其是股市运作进入高风险区时几次发出的警告，更受到认同。三是认为在倡导从资产经营转向资本经营以搞活资本的同时，又强调资本经营不能仅是资本的炒作，还得回到资产经营，通过收购兼并，实现存量资产的再配置，优化组合，提高效益。由于“资本不足”经济是长期性的问题，从资产经营到资本经营的战役，也要反复地、持续不断地组织，方能积小胜为大胜，推动我国经济攀升新台阶。

现在奉献给读者的这本《资本“不足”经济中的资

本市场“运作”，则是纯偶然的产物。原先研究劳动力市场是有意识、有计划地进行的，它有国家社科基金和福特基金的资助，有课题组，有国外合作者和国内助手。可以比较系统地和全面地进行考察研究，写作和出版专著。这样，出版的几本专著都达到一定的理论高度。

对资本市场的研究，则与此截然有别，只是下意识地感到它与劳动力市场相对应，劳动力市场中的种种问题要靠搞活资本市场解决。由此引起兴趣，股海观涛涌，期市听风雨，信笔所及，发表一些感想。原先并无专项课题亦无写作计划，后来接受一些委托研究的也是小题目。只不过一个极其偶然的因缘，《中国证券报》、《证券时报》、《上海证券报》、《期货导报》、《证券市场周刊》、《股市动态分析》、《中国期货》以至于海外证券报刊纷纷找上门来，他们出题目、介绍背景，提供资料信息，要我写些小品式的短文。在此，我深谢他们，如果没有他们的催促和帮助，便没有这些作品。当然更不会有本书，因为原来并无写作本书的计划。

至于本书的出版，更属偶然。两月前，中国经济出版社的聂无逸来找我，动员我出版一本关于资本市场的专著。我深知现在出版学术著作的艰难，婉言相谢。但他却联系到中国经济开发信托投资公司对本书出版给予了资助。这样便把原来并无出版打算的事情变成现实。在此对中国经济开发信托投资公司领导们的关怀支持深表感谢。

尽管中国资本市场兴起时间不长，但已经有不少研究者出版了这样那样的专著。因此，在整理旧作，改编成书时，对于如何反映观察研究的特点，颇费了一番斟酌。我把全书分为三篇：上篇是环境条件与政策导向；中篇是资本市场中不同筹融资渠道的功能互补；下篇是中国资本市场运作与风险。这样的体系结构，表明即使在探讨某项细小局部时，也仍然是从资本市场整体来进行观察和探讨的。需要说明的是书中许多章节都来自独立成篇的过去已发表的文章，有着各自不同的时间背景，因此希望读者朋友在阅读的时候能够注意区别，书中就不再一一注明了。

编入本书的绝大部分文章都是我自己动笔写的，但几个专题有合作者，他们是：中国社会科学院经济研究所刘迎秋、诸建芳、中国人民建设银行总行周小知、北京市工程咨询公司戴健行、天津财经学院吴鑫、日本熊本学园大学蔡剑波等人。在把合作作品编入本书时，征得了他们的同意。

本书虽非刻意之作，但既已编辑成书，孩子已经生下，也就画上了句号。有人说我的短文写得比长文好，可读性强，我受此鼓励，颇想向小品作者转移；如今短文又集成长篇，给人感受如何，正期待读者的评价。

望对此有兴趣的读者，不吝赐教。

戴国晨

一九九七年岁末于北京拾弥斋

目 录

上篇 环境条件与政策导向

第 I 章	资本市场兴起的环境条件	(3)
1.1	传统体制下不存在资本市场的条件...	(3)
1.2	国民收入分配格局变化才出现资本市 场的发展契机	(4)
1.3	家庭理财新观念	(5)
第 II 章	金融改革深化与筹融资渠道变化	(9)
2.1	继续促进政策性银行与商业性银行的 分离	(9)
2.2	继续推进以市场为导向的金融体系改 革	(11)
2.3	筹融资渠道分流	(18)

中篇 资本市场中不同筹融资 渠道的功能互补

第 III 章	股票市场	(32)
---------	------------	--------

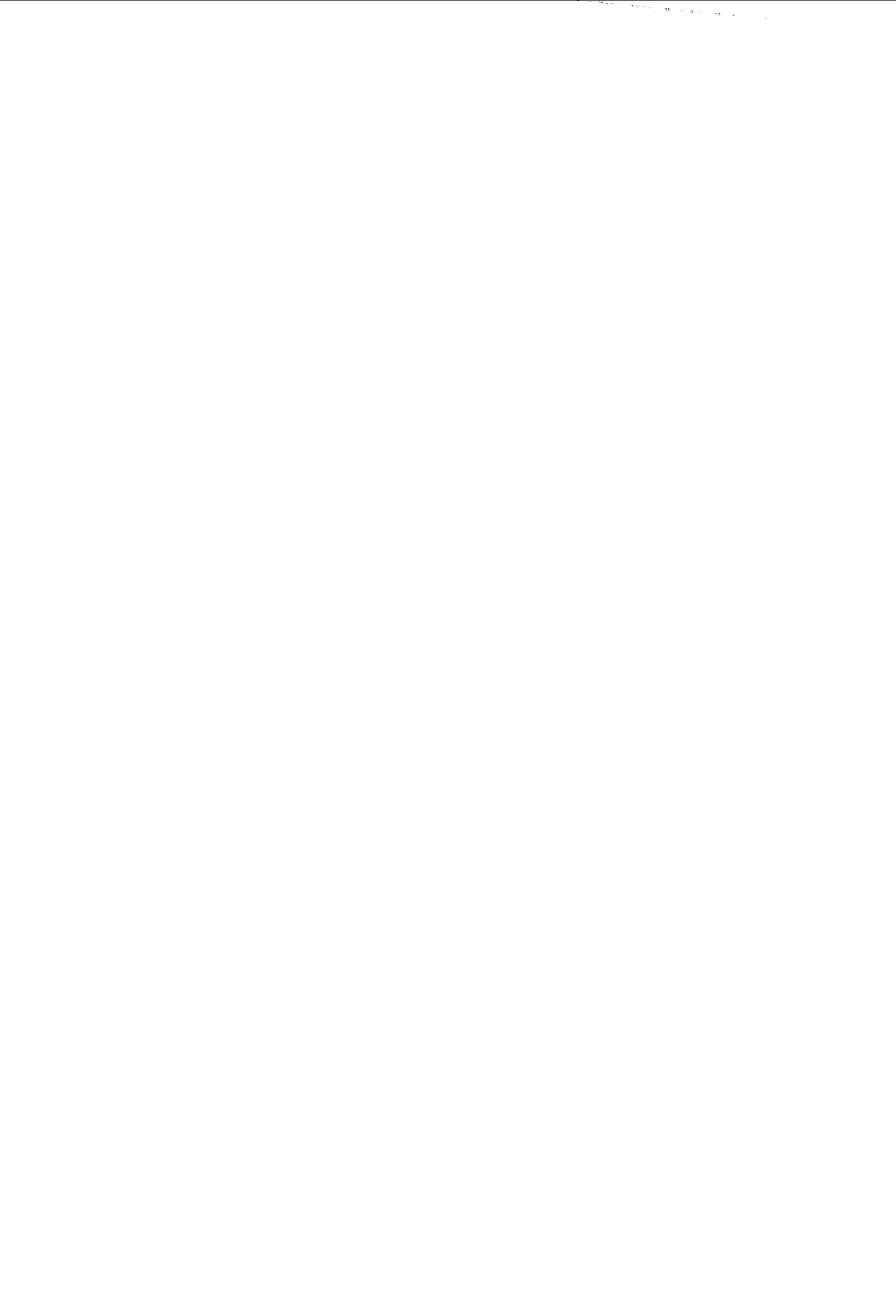
3.1	中国股票市场的超常规发展	(32)
3.2	发展股票市场与推进国有企业改革...	(45)
3.3	单靠资本市场难以使国有企业走出困 境	(53)
3.4	证券市场国际化——B股、H股与红 筹股的比较	(63)
第IV章	债务市场	(77)
4.1	理论误区的澄清	(77)
4.2	96年和97年的国债发行	(82)
4.3	国债市场发展要探讨的几个问题...	(85)
4.4	企业债券	(87)
第V章	基金市场	(89)
5.1	基金认识曲折推进	(89)
5.2	基金的规范与健康运行	(99)
5.3	基金前景瞻望	(107)
第VI章	期货市场	(113)
6.1	期货市场的建设发展过程	(113)
6.2	期市风云迭起	(122)
6.3	小麦、绿豆现货价格与期货价格形成 机制比较研究	(132)
第VII章	收购兼并、产权交易	(147)
7.1	并购	(147)
7.2	企业兼并在中国大陆日趋增多	(163)
7.3	并购运作评述	(173)

下篇 中国资本市场运作与风险

第Ⅷ章	资本市场运行操作	(181)
8.1	股海涛涌观察	(181)
8.2	资本市场运作的宏观环境探索	(207)
8.3	专题：1996 和 1997 年股票市场的发 展	(237)
第Ⅸ章	金融风险与风险防范	(244)
9.1	金融风险	(244)
9.2	风险控制	(259)
9.3	对话：日本股市风险及其对中国股市 风险控制的借鉴	(270)

上篇

环境条件与政策导向



第1章 资本市场兴起的环境条件

1.1 传统体制中不存在形成资本市场的条件

在 旧中国是存在着资本和资本市场的，当然，那时候主宰中国经济的是外国资本和官僚资本，他们操纵中国经济也操纵资本市场。文艺大师茅盾在他30年代的巨著《子夜》中，对那时候的股市和债市，作了生动具体的形象描绘。

新中国建立以后，没收了官僚资本，关闭了资本市场，对私有制改造完成以后，逐渐建成社会主义计划经济的传统体制。那时候的收入分配是以国家作为分配主体，实行平均主义的低工资制，经济增长速度虽快而人民得到的实惠不多，20年没有长

工资，人们很少余钱，故而在那时候——即在改革开放之前，不存在形成资本市场和个人资本的基础，这不仅是理论意识和政策的必然，也是当时条件下的最佳选择：在收入水平低的穷国，运用政府部门的高行政动员性与高强制力，使收入分配向政府部门倾斜，然后才能实现高积累和高增长。勒紧裤带搞建设，不可能靠个人自动勒紧。由此付出的代价则是单纯依靠政治动员的动力机制效能递减。

1.2 国民收入分配格局变化才出现 资本市场的发展契机

改革开放之后，理论界很早就有人提出社会主义市场经济和市场经济中包括要素市场的命题，认为我国经济发展中需要开拓企业直接向社会融资的渠道，并且设想了可能采取的若干种形式。但问题的提出不等于已经具备现实的可能。在改革之初的1979年，全国城乡居民储蓄存款年末余额为281亿元，这就是说从1949年到1979年这30年里，平均年递增不到10亿元，它的性质基本上属于待支配使用的延期消费，不可能成为发展资本市场的基础。储蓄增长之所以缓慢，是因为我国作为人口众多的大国和人均收入低下的穷国，国民收入增长总量极为有限，而收入分配则明显地向政府部门倾斜，1978年时财政收入占国民收入的比例达到37.2%，个人部门收入分配所占比例还不到60%，个人求温饱都很艰难，很少余钱去储蓄，更谈不上储蓄转化为资本。只是到后来逐渐地从放权让利、强化激励机制入手，调动各方面的积极性，在经济发展、国民收入总量增长的同时，国民收入分配格局以渐变的趋势，向个人（家庭部门）倾斜。

个人收入的迅猛增长，一方面使家庭部门的生活满足程度大幅度提高，劳动积极性高涨，劳动者体力和智力的发展也由此而

改善，同时也引起了与家庭部门相对应的产业部门的迅速扩张；另一方面，由于收入的大幅度增长而在个人手中积累了大量的闲置资金，从而使居民的储蓄额大幅度增长。1978—1983年年均递增136.5亿元，到1983年末居民储蓄存款余额为892亿元；1984—1988年年均递增417.3亿元，到1988年末居民储蓄存款余额为3801亿元；1989—1990年年均递增1616亿元，到1990年年末居民储蓄存款余额为7034亿元，相当于1979年末储蓄存款余额的25倍。

对于国民收入分配格局的这种变化，曾经试图加以扭转。但由于利益刚性的约束，以放权让利起步的改革，转而收回利益是非常困难的；而且利益激励引发利益攀比机制，形成“工资侵蚀利润”，又必须持续追加激励才能保持动力。这样，要增加财政收入摆脱困境很不容易，这个过渡阶段也就无法避免了。

1.3 家庭理财新观念

1.3.1 资本市场的出现使居民有了在多种金融资产形式中进行选择的可能

我国在1990年，推出了被海外观察家称作“袖珍式”证券市场，在上海和深圳先后成立了两个证券交易所，但规模很小，一直被当作“试验”。到1996年才在领导人讲话以及“九五”计划文件中明确了证券市场的地位，加大国债发售力度和加速新股上市。

有了资本市场，居民才有可能对多种金融资产形式进行选择，才会出现家庭理财的新观念。

在我国的货币流通理论研究中，通常把储蓄动机解释为“延期消费”、“储币待购”。“储币待购”又被分为两类，一类是被动

式的“储币待购”，这在商品供应不足情况下，确有某些紧俏商品紧缺脱销，而不得不把钱储存起来，等供应增加时再去购买，但此类状况已经越来越少。另一类是主动式的“储币待购”，也就是把零钱储存下来，积少成多，然后再去“买大件”，支付大笔消费开支，近年来中国人民银行进行的城乡居民储蓄问卷调查，基本上就是按照这一理论解释设计的，一般都是“正常生活零用”、“支付小孩教育费”、“买高档消费品”、“买房或建房”、“无具体目的”等等几项（或十几项），有变化的只是这些选项在排序上可能随时间不同而变动。这类经验调查不仅为政策制定提供了重要的参考，而且成为从理论上讨论储蓄动机及最后检验理论正确性的依据。

从储蓄是为了消费这一思路去考察个人储蓄的增减，生命周期理论在相当长时间里一直是个人储蓄的标准解释，这一理论的思想是，人在一生的消费大体是均匀的，因此，收入多时会储蓄起来以使收入少时消费水平不降低，这样，在开始工作直到退休前的时期里，人们会储蓄，退休后则是提取储蓄，最后，人在死时把积蓄全部花光。

尽管生命似乎只是一个从生到死的周期，从而储蓄反映的似乎也只是个聚少成多，然后再消费掉的简单过程，但生活给人的体验是丰富而又复杂的，充满着许多的无奈与曲折。仅仅从个人的消费出发，并不见得一生的均匀消费会使人得到最大的实惠。另外，问卷调查上的储蓄动机给人的印象是个人能够对自己的未来以至一生的消费作出安排，储蓄生命周期理论也是这样解释的，可是，如果彻底贯彻这种人能够对自己一生消费作安排的观点，那么，甚至可以认为人是可以不储蓄的。所以，有相当一部分西方学者认为遗产动机才是储蓄形成的最重要原因。

尽管生命周期理论在西方获得很大声誉，该理论提出者美国经济学家美迪利安尼曾因此获得1985年的诺贝尔经济学奖。但

其实，在社会发展不同阶段里人们的储蓄动机有差别，在同一时间段收入水平不等的人们的储蓄动机有差别，这样，可以把储蓄动机划分成饥寒型储蓄动机、温饱型储蓄动机，小康型储蓄动机、富裕型储蓄动机。生命周期理论大体上适用于温饱型和小康型的工薪族的储蓄和消费的配置。而对于先富裕起来的一部分人，他们的收入迅速增长，而消费支出却增长缓慢，（因为在他们的消费支出中有相当部分属于可报销的公款消费），消费函数呈逐年递减的趋势。对这部分人来说，余钱甚多，没有必要为了延期消费而进行储蓄。然而，他不会把余钱放在缸内窖藏起来，他需要将钱生钱，通过对多种金融资产的选择，由此体现自己对于社会发展的参与，对于投资的理解与选择，而社会的发展、投资的形成则是综合了众多投资者的意见的产物。可以说，通过选择理财方式、选择资产种类，而参与了对于投资的选择。家庭理财安排和多种金融资产选择的理论意义，已经超越了生命周期的狭隘时空。

1.3.2 家庭理财组合

由于先富起来的一部分人，在中国仍是少数，因此，根据中国人民银行最近进行的一项问卷调查，有 82.4% 的城乡居民今年仍视储蓄为投资首选，而以于广大的农村居民来说，最近一段时间储蓄更是唯一的选择。但是在富裕型居民较多的城市里，呈现的是另一番风光，北京市自 1996 年 4 月以来，储蓄增幅逐月下降，97 年 2 月储蓄增长幅度比上年同期水平低 12.9 个百分点，这主要是居民选择了储蓄以外的资产形式。

所谓储蓄以外的资产形式，还包括认购共同基金、参加保险、购买彩券、购置商品房和其它不动产、收藏艺术品、钱币、文物、邮品等。由于基金条例尚未公布，保险正在悄悄成长，购房受到购买力的限制。相比而言，收藏投资者队伍较大的是邮