

'98 金融金皮书

1998年

金融形势分析与展望

名誉主编 董辅基
主编 萧灼基
副主编 李淑政
黄徐英
杨光裕



经济科学出版社

'98 金融金皮书

1998 年金融形势 分析与展望

名誉主编	董辅礪	
主 编	萧灼基	
副 主 编	李晓西	黄淑政
	徐 英	杨光裕

北京市场经济研究所
长城证券公司

组织编写

经济科学出版社

责任编辑：孙怡虹
责任校对：徐领弟
版式设计：代小卫
技术编辑：王世伟

1998 年金融形势分析与展望

萧灼基 主编

*

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

中国铁道出版社印刷厂印刷

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 6.5 印张 160000 字

1998 年 6 月第一版 1998 年 6 月第一次印刷

印数：0001-3000 册

ISBN 7-5058-1425-7/F·1012 定价：10.50 元

图书在版编目 (CIP) 数据

1998 年金融形势分析与展望/萧灼基主编. -北京: 经济科学出版社, 1998.5

ISBN 7-5058-1425-7

I. 19... II. 萧... III. ①金融-分析-中国-1998②金融-经济预测-中国-1998 IV. F832

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (98) 第 11833 号

名誉主编 董辅初
主 编 萧灼基
副主编 李晓西 黄淑政
徐 英 杨光裕

编 委 (以姓氏笔画为序)
刘福堂 李晓西 杨光裕 邱晓华
徐 英 徐雅萍 萧 阳 萧灼基
常 清 黄淑政 董辅初

作 者 (以姓氏笔画为序)
马险峰 王 宇 孙祁祥 孙金永
孙鲁军 宋海林 宋淮松 邱晓华
陈 蔚 陈 儒 罗曼丽 郑 锋
姜丽明 郭建伟 徐雅萍 黄卫忠
萧灼基 常 清 赖秀福

序言

防范金融风险，发展资本市场

萧灼基

(一) 十五大为发展资本市场 提供了理论依据

江泽民同志在党的十五大《报告》中，对股份经济理论做了深刻、精辟的论述，充分肯定了发展股份制和资本市场的重大意义。

第一，《报告》指出，股份制是现代企业的一种资本组织形式，资本主义可以用，社会主义也可以用。股份制是生产社会化和生产规模大型化的客观要求。生产社会化要求资本筹集、使用和支配社会化，要求打破个人资本的数量界限，把个人资本或货币集中成为数量巨大的资本。股份制就是符合生产社会化和生产规模大型化的资本组织形式。正如马克思所说：“假如必须等待积累去使某些单位个别资本增长到能够修建铁路的程度，那末恐怕直到今天世界上还没有铁路。但是，集中通过股份公司转瞬之间就把这件事情完成了。”由于股份制反映了社会化生产规律的要求，因

此，以社会化生产为特征的社会主义，可以利用这种组织形式来为社会主义服务。

第二，《报告》指出，股份制的性质，关键要看控股权掌握在谁手里。资本主义与社会主义社会，都存在股份制企业。资本主义股份制企业，其投资者绝大多数是资本家，控股权掌握在资本家手中，因而它是资本主义私有制的一种实现形式。

从我国股份公司的产权结构看，其社会属性十分明显。我国绝大多数股份公司都是以国有企业为主体改造的。目前股份公司的股权结构中，70%是国家股和法人股，法人股东绝大多数是国有企业和集体企业。因此，这种股份公司，基本上是由公股控制的混合所有制企业。通过股份制改革，公股可以支配和管理更多的社会资产，更好地服务于社会主义发展生产力的目的。

我国公众股股东绝大多数是从事不同职业的劳动者。他们的原始投资基本上来源于劳动报酬。他们把多年积蓄起来的资金，投资于股份公司和股票市场，正如到国家银行存款或购买国家债券、企业债券一样，是把货币转化为资本，既为国家建设增加资金，又为自己增加收入。虽然股票在二级市场上可以随时换手和变现，但在一级市场上购买股票的资金，已成为企业资产。也就是说，个人资产已转化为社会资产。

第三，《报告》指出，股份制有利于所有权与经营权分离，利于提高企业和资本的运作效率。作为资本集中的形式，股份制可以加快货币向资本的转化，使个人拥有的少量货币集中成为资本。在股份制中，所有权与经营权分离，这就把资本优势与管理优势结合起来，使两者的优势可以得到充分发挥。

我国股份制和资本市场运作时间不长，但在筹集建设资金、转换企业机制、优化资源配置、增加国家税收、提高经济效益、加快国际接轨方面，发挥了积极作用，功不可没。

第四，在发展各类市场中，需要着重发展资本市场。资本市场是社会主义市场经济体系的重要组成部分，是新兴的市场。

改革以前曾把资本市场看作是资本主义特有的现象而不敢利用。党的十四届三中全会决议明确提出发展资本市场。几年来，资本市场迅速发展，作用突出。《报告》中指出资本市场要着重发展，意义重大。其一，改变我国筹资融资结构，在继续保持间接融资为主的同时，大力发展直接融资，降低融资成本，提高资本使用效益；其二，改变个人金融资产高度集中于银行的情况，分散金融风险，建立合理的金融资产分布格局；其三，推进国企改革，加快国企转为股份公司的进程；其四，加快国际接轨，更好地利用国际资本市场。

第五，允许和鼓励资本、技术等生产要素参加收益分配。社会主义实行按劳分配为主的原则，但由于各种生产要素在经济活动中具有重大意义，资本、技术等生产要素与劳动力一样，是生产中不可缺少的条件。加大资本与技术的投入，是发展社会生产的重要条件，具有重大意义。而且，资本参加收益分配，是社会化大生产的要求，有利于加快货币向资本转化，有利于充分利用资本资源，有利于提高资本使用效益。因此，按照“三个有利于”的原则，不仅要允许而且要鼓励资本参加收益分配。

（二）用“三个有利于”判断 股份公司的性质

有一个时期，社会上一些人说什么股份制在资本主义是从私有制向公有制转变，而在社会主义则是从公有制向私有制转变，搞股份制就是要搞私有化，是倒退。

究竟社会主义制度下股份公司姓“社”还是姓“资”，实行股份制改革是进步还是倒退？这是经济改革中的大是大非问题，必须旗帜鲜明地给予回答。

第一，股份公司作为一种财产组织形式，在资本主义制度下可以存在，在社会主义制度下也可以存在。但在不同社会制度下，

其性质是不同的。列宁曾经说过，在资本主义制度下，即使由工人组织起来的合作社，也属于资本主义性质；而在无产阶级掌握政权和国家经济命脉的社会主义，劳动人民组织的合作社则属于社会主义性质。同样，在资本主义制度下，社会上的经营资产绝大部分归资本家所有，大银行、大企业为资本家所有，国家政权由资本家掌握和支配，因而作为财产组织形式的股份公司，属于资本主义性质，或者说姓“资”。在社会主义制度下，无产阶级掌握国家政权，社会主义公有制掌握大银行等国家经济命脉。在这种条件下，股份制这种财产组织形式属于社会主义性质，或者说姓“社”。

第二，从我国股份公司的产权结构看，其社会属性更加明显。我国绝大多数股份公司都是以国有企业为主体改造的。目前股份公司的股权结构中70%以上是国家股和法人股，法人股东绝大多数是国有企业和集体企业。因此，这种股份公司，基本上是由公股控制的混合所有制企业。通过股份制改革，公股可以支配和管理更多的社会资产，更好地服务于社会主义发展生产力的目的。

第三，我国公众股股东中绝大多数是从事不同职业的劳动者。他们的原始投资，基本上来源于劳动报酬。他们把多年积蓄起来的资金，投资于股份公司和股票市场，正如到国家银行存款或购买国家债券、企业债券一样，是把货币转化为投资，既为国家建设增加资金，又为自己增加收入。虽然股票在二级市场上可以随时变现，但在一级市场上购买股票的资金，已成为企业资产。也就是说，个人资产已转化为社会资产。50年代合作化高潮时，几户农民组成合作社，毛泽东同志就认为发生了质变，个体农民已成为集体农民，由农民组成的合作社已成为社会主义性质的集体所有制。现在每家上市公司的资产，是由几千、几万甚至几十万股民投资形成的，其资产社会化的程度大大高于几户、几十户农民组成的合作社。上市公司的资产，已突破个人资产的数量界限，

上市公司资产的管理和支配，也已突破了出资者的个人界限，而成为社会资产。

第四，股份公司和证券市场的发展，大大地推动了社会生产力的发展。邓小平同志提出的“三个有利”是判断姓“社”姓“资”的标准。我们判断股份制和证券市场的性质，也必须以“三个有利于”为标准。到现在为止，我国股份制改革，已为企业筹集了大约2 000亿元的资金，其中筹集外资约100亿美元，使我国一大批符合国家产业政策、有发展前途、素质较好的企业获得了十分宝贵的资金支持。股份制改革，也加快了企业的体制转换，把大批国有企业改造成为产权明晰、政企分开、责职分明、管理科学的现代企业，提高了企业的素质和经济效益。在大多数国有企业发生亏损的情况下，1996年上市公司亏损面只有5%，其资产回报率也大大高于国有企业。股份公司和证券市场有利于社会主义社会生产力的发展，是表明它们姓“社”的基本依据。

第五，股份公司和证券市场增加了国家税收，增强了社会主义国家的经济实力和宏观调控能力。1996年以前，股票交易规模较少，股票交易印花税数量不多。1996年股票交易量大幅增加，全年双边交易4.26万亿元，印花税收入128亿元。1997年5月印花税从3‰调高为5‰，5月份印花税收入达36亿元。如果保持5月份交易规模，全年印花税收入达400亿元，已成为国家大税。我国目前每年财政赤字约600亿元，多年来研究了多种办法，却都未能消灭赤字。如果继续发展股票市场，再过两年，仅印花税一项，即可达到600亿元，从而可以消灭多年未能解决的财政赤字。这叫做“无心栽柳柳成荫”。

因此，我们要十分爱护股份公司和证券市场，要理直气壮、旗帜鲜明地发展股份公司和证券市场。

（三）规范市场运作，防范股市风险

任何国家与地区的股市，都存在风险。在股市中，财产以股票的形式存在。宏观经济波动、股票供求矛盾，上市公司的业绩，都会造成股票价格涨跌。大户垄断市场、投资判断失误也会造成财产损失。

中国股市作为运作不久的新兴市场，引发风险的原因更多，风险更大，因而防范风险更加迫切。

防范风险，保护股民利益，是股市健康发展的需要。为此，必须多方努力，提高股市素质。

第一，保持宏观经济形势相对稳定，为股市创造平稳运作的环境。股市风险既来自内部，也来自外部。股市对宏观经济形势变动的反应十分灵敏。因此，宏观经济环境的稳定，是股市平稳发展的前提。如果宏观经济环境发生较大波动，股市就很难平稳发展。在宏观经济形势中，对股市影响最直接的是国内生产总值增长率、通货膨胀率、居民货币收入增长率和利息率。只要这几个主要经济指标的变动保持在适度区间之内，股市风险就可大大降低。

第二，保持宏观经济政策相对稳定，提高经济政策的透明度。我国社会主义股票市场，是在政府宏观监管和调控下运作的。政策的变动，对股市有着直接的影响。尤其是货币金融政策、国企改革政策、收入分配政策、税收政策等，对股市影响更大。为了抑制股市风险，宏观经济政策一要符合市场经济规律，减少行政干预，多用经济手段；二是要保持相对稳定，对关系全局的重要政策的调整和改变，要有充分根据，要有酝酿过程，要做可行性论证，减少随意性，增强规范化、程序化；三要提高透明度，给予广大股民和证券从业人员了解政策的平等权利，杜绝小道消息对股民的误导。

第三，保持股票供求相对平衡，上市节奏适度。股票交易是最活跃的市场行为，股票的供给与需求，决定了股票的价格。一定时期股价的涨跌，取决于供求状况。供不应求，价格上升；供过于求，价格下降。因此，要十分重视股票的供求关系。影响股市供求关系的因素很多，例如，新股上市的规模和速度；解决历史遗留问题的进程；未流通股票解套的条件；交易方式和结算时间的改变；一定时期送股、配股、转股的规模；居民货币收入的增长速度和利息率的变动；境外资金的流入情况等。这里最主要是两个因素，即新股上市和利息率。在一定时期，市场对股票的需求是一定的，市场资金是有限的，如果新股发行量过大，上市节奏过快，就会出现股票供过于求，股价下跌；相反，如果调低利息率，使股市收益水平相对提高，进入股市资金增速加快，就会出现股票供不应求，价格上涨。应该看到，在市场经济中，供求矛盾是绝对的。但是，从宏观计划与管理上，必须研究市场供求的平衡点，进行供求总量调节，保持供求相对平衡。这是降低股市风险的主要措施。

第四，提高上市公司素质，规范上市公司行为。上市公司是股市的基础。上市公司的素质、经营状况、经济效益、发展潜力是衡量其投资价值、决定其股票价格的主要标志。如果上市公司的素质较好，股票价格基本反映其投资价值，投资风险就较小；如果上市公司素质不高，股票价格严重脱离其价值，其投资风险就很大。现在有的股票市盈率上千倍甚至上万倍，很不合理。爆炒这种股票，必然加大投资风险，是不可取的。

第五，提高投资者的素质，培育机构投资者、理性投资者和长期投资者。在一个新兴股票市场上，投资主体是中小投资者；而成熟的股票市场，投资主体是机构投资者。目前我国投资主体是广大中小股民，人数达2 000多万。应该说，参加二级市场活动的股民，是我国居民中素质较高的。他们对股市的贡献、对改革开放和经济发展的贡献，功不可没。但应看到，不少股民缺乏理性

投资、长期投资的心理准备和素质，多数人只是短期炒作，获取价差。因此往往追涨杀跌，涨则兴高采烈，不顾风险；跌则情绪波动，急于解套。我国现在的机构投资者在股市中作用不大，真正的机构投资者——福利基金、信托基金、保险基金、共同投资基金不多，而不应进入股市的机构却在股市中十分活跃。这是不合理的。现在政府已严格禁止机构违规炒作，禁止银行资金进入股市。这对于防范和降低股市风险，是十分必要的。从积极方面说，应该大力培育机构投资者、理性投资者和长期投资者。这是稳定股市，降低股市风险的重要途径。

（四）采取多种方式逐步推进公股流通

我国股份制改革中一个重要的遗留问题，就是上市公司中由国家股、法人股构成的公股不能流通。这个问题如不逐步解决，股票难以规范，市场难以完善。

第一，公股流通势在必行。

1. 公股流通是股市规范的必然要求。按照股份公司的一般原则，拥有同一股份公司股票的股东，均有同等权利和义务。其权利和义务的多少和大小，由其股票的数量决定。同股同权，同股同利，等量资本获得等量利润。但在我国现行政策下，拥有公众股的股东对股票的处置权有两个，在市场上有出让权和不出让权；而拥有公股的股东，对股票的处置权只有一个，只有不出让权，没有出让权。这就大大限制了公股股东的权利。与公众股股东比较，公股股东的资产不能流通，不能通过流通调整投资结构，通过流通使股票变现，通过流通使资产保值增值。这样公股股东的权益受到限制和损害，不能享受公众股股东的同等权利，获得同等利益。为了使我国股份制逐步规范，必须实行公股与公众股同股同权、同股同利。这是股市规范的必然要求。

2. 公股流通是保持垄断性行业中公股主体地位的必然要求。

我国上市公司中，有的属竞争性行业，有的属垄断性行业。一般说来，垄断性行业中，公股应处于控股地位。我国股份制改革初期，为了保持公股的控股地位，规定了公股不能流通。其目的是担心如果公股流通，会由于公股转让而影响其在公司中的主体地位。其实，这种担心是多余的。因为公股可以流通，可以出让，不等于必须流通和出让。是否流通和出让由公股持有者决定。相反，由于公股不能流通，公股在公司股权结构中的比重却逐步下降。对股东进行配股，一般说来，配股价格低于除权后的股票市价。因此，公众股股东十分欢迎公司配股，踊跃购买配股。而公股由于不能流通，购买配股等于套牢资产，因而一般公股股东都放弃配股权。其结果是公众股通过配股不断发展，公股由于放弃配股权而数量不变，从而在股权结构中的比重下降。若干年以后，公股在上市公司中的比重就会从绝对控股地位变为相对控股地位；再过若干年，就会从相对控股变为一般参股。如果是竞争性企业，公股不占控股地位是完全可以的；但如果是垄断性企业，公股失去控股权，对经济发展是不利的。

3. 公股流通是市场健康发展的必然要求。股票市场必须实行公平、公开、公正的原则。公股不能流通，就是不公平、不公正的表现。由于公股占上市公司股份的70%，公股流通的前途未卜，因而成了股市一个重大的不确定和不稳定因素。人们担心一旦公股流通，供给成倍扩容，市场难以承受而崩盘。因此，公股成了悬于广大股民头上的达摩克利斯宝剑。股市中一些人利用公股流通的不确定性兴风作浪，散布小道消息，加大了股市风险。因此，为了防止一些人利用公股流通问题误导群众，维护股市健康发展，必须逐步解决公股流通问题。

4. 公股流通是盘活公有资产的必然要求。资产必须流通，才能保值增值。公股流通可以盘活资产存量，可以调整公股的行业结构和企业结构，优化公股的资源配置，有利于更好地发挥公有制经济在国民经济中的作用。

5. 公股流通也是增强国家调控股市经济实力的必然要求。股市必然有波动。但股市超常波动，大起大落，会增大股市投资风险，不利于股市健康发展。因此，调控股市，抑制股市过度投机，防范和降低股市风险，是政府宏观调控的重要任务。如果公股可以流通，政府就掌握了调控股市的筹码。当股价大幅上升时，政府可以通过向市场投入公股，增加股票供给，抑制价位狂升。当股价大幅下挫时，政府又可以调整持股比例，通过吸纳股票增加需求，促使股价回升。总之，公股（特别是国有股）是政府宏观调控的经济实力。只有公股流通，才能把这种经济实力从潜力状态转化为现实状态。

第二，采取多种方式逐步流通。公股流通已经到了非解决不可的地步了。1993、1995年两年上市规模105亿元，不流通的公股规模约300亿元；1996年上市规模150亿元，1997年上市规模300亿元，公股规模达到1400亿~15000亿元，公股在股权中占70%。随着上市规模的不断增加，今后解决公股流通的难度必然越来越大，对股市的压力也必然越来越重。因此，早解决比晚解决有利。

由于公股流通是关系到广大投资者利益和股市大局的重大问题，因此必须采取十分慎重的态度，逐步解决。可供采取的主要方式有：

1. 从1997年发行规模开始，公股与公众股同时流通。流通总量不变，但上市公司家数减少。这样的好处在于不再制造新的历史遗留问题，不再加重今后的压力，不再增加今后解决的难度。

2. 上市公司公股原有股份暂不上市流通，但公股的配股部分，可以与公众股一起流通。这样的好处是可以逐步解决公股与公众股同股同权，同股同利问题，可以盘活部分国有资产。但公股配股部分进入流通，应包括在当年流通计划中，也就是说，应从当年新发行流通数量中扣除，以减轻股市压力。

3. 上市公司的公股分期分批上市。一些符合国家产业政策、

有发展后劲、回报较高的企业，其公股可以优先上市。这样的好处不仅可以逐步解决公股流通问题，而且可以配合产业结构调整，优化资源配置。但这部分企业由于公股流通而增加市场流通量的部分，也应包含在当年新股发行规模中。

4. 上市公司的全部公股，分 10~15 年按比例上市流通，每年平均上市流通量占公股总量的 7%~10%。这样的好处是，通过一定时期后，上市公司的全部公股都进入流通，完全实现同股同权，同股同利。但每年上市流通的部分，也应包括在上市流通的总规模中。

5. 上市公司中一部分公股，可以转为外资股（B 股），进入 B 股流通市场。

这里需要强调指出：（1）从现在起，不再制造历史遗留问题；（2）公股流通问题必须着手解决，不能继续拖延；（3）要根据市场形势逐步进行，不宜一步到位，一蹴而就；（4）增加的流通部分，必须包括在每年计划发行流通的总量中，或者说从每年新发行规模中扣除公股流通量，以减轻市场压力；（5）政策要透明，采取何种方式解决都要出“安民告示”，使广大股民心中有数。

第三，公股流通绝不是私有化。社会上有人担心，公股进入流通，把公股转让给私人，会造成私有化。我认为这种担心是不必要的。首先，公股可以流通，不等于必须流通；可以转让，不等于必须转让。公股股权转让与否，转让多少，完全由公股持有人决定。其次，转让公股，获得转让收入，这不过是公有资产的形态转化，即从持股形态转为持币形态，或者说从实物形态（一定的股权代表上市公司一定的生产资料）转化为货币形态。这里，股票的所有权转移了，但资产所有权并没有转移。或者说，转移的仅仅是资产的某种存在形式（载体），但资产的实质没有转移。再次，在股票市场上，还可以发生资产存在形式的再转移。公股持有人以出租某一公有资产实现从货币形态到实物形态的再转移。这种资产经营，可以导致公有资产的增值，也可以进行公有

资产的结构调整和优化配置。因此，公有股流通绝不会造成私有化。

社会上有人担心，公股进入流通会影响公股在企业中的主体地位。这个问题要作具体分析。首先，公有制为主体，这是就全国来说的。至于一个具体企业中，公有制是否占主体地位，这要根据企业的具体情况而定。如果是垄断性企业，公股应保持主体地位。如果是竞争性企业，公股既可保持主体地位，也可不保持主体地位。其次，即使垄断性企业，公股占有的比重也是可以调整的，一般说来，如果占股权 51%，就是绝对控股，如果股权分散，即使低于 51%，但作为最大股东，也可保持相对控股。再次，通过公股流通，可以对公有资产进行结构调整，公有资产可以退出一些竞争性企业，加大基础性、垄断性、安全性企业的投资比例。这样，公有制的作用不是削弱了，而是增强了。

社会上有人担心，公股进入流通，会造成公有财产的流失和损失。这个问题的确需要引起严重关注。这里关键是出让公股的股民收入如何使用的问题。应做明确规定，转让公股收入应成为公股的经营资产，由法定经营者管理，不得作为经营性财政收入，不得用作经营性财政支出，不得进入经营单位的小金库，不得作为经营单位干部职工的福利开支，更不得大吃大喝，挥霍浪费。公股作为经营性资产，可以重新投资，或者购买其他企业股票，或者投资于其他项目，其目的是为了保值增值。

为了保证公股流通有序进行，政府有关部门应制定相应的政策法规。既要搞活，又要管好。

(五) 爱护资本市场，发展资本市场

1997 年 7 月以来，东南亚不少国家，本币与美元汇率下降，利息率提高，股市大幅下挫。与这些国家比较，我国人民币与外币汇率坚挺，稳中有升；通胀率下降，利息率调低；股市发展平稳，