主编　王东京

中国经济观察

China Economic Survey

·2005年卷第4辑·

中共中央党校出版社
·北　京·

需要全本请访问 www.ertongbook.com

责任编辑　沈丹英
封面设计　孙超英
版式设计　李　灵
责任校对　王洪霞
责任印制　宋二顺

本书所载文章，均为作者个人见解，不代表本社观点

图书在版编目（CIP）数据

中国经济观察. 2005 **年卷**. **第** 4 **辑**/**王东京主编**.
北京：**中共中央党校出版社**，2006.1
ISBN 7-5035-3403-6

Ⅰ. **中…** Ⅱ. **王…** Ⅲ. **经济—研究—中国**
Ⅳ. F12

中国版本图书馆 CIP **数据核字**（2005）**第** 157828 **号**

中共中央党校出版社出版发行
社址：**北京市海淀区大有庄** 100 **号**
电话：（010）62805800（**办公室**） （010）62805816（**发行部**）
邮编：100091 **网址**：www. dxcbs. net
新华书店经销
北京鑫海金澳胶印有限公司印刷装订
2005 **年** 12 **月第** 1 **版** 2005 **年** 12 **月第** 1 **次印刷**
开本：700 **毫米**×1000 **毫米** 1/16 **印张**：
字数：173 **千字**
定价：25.00 **元**

《中国经济观察》

顾　　问（按姓氏笔画排列）：

王　珏　王则柯　江小娟　刘　伟
刘海藩　李兴山　张卓元　张尧学
苏　星　宋　涛　顾海良　梁小民

主　　编：王东京

副 主 编：赵振华（常务）　韩保江

编　　委（按姓氏笔画排列）：

万安培　王天义　王东京　王国平
王　健　宁向东　张　军　张维迎
陈甬军　陈晓红　杨秋宝　杨瑞龙
郑介甫　柳　欣　赵振华　洪银兴
顾海兵　黄少安　梁　朋　韩保江
谢鲁江　潘云良

学术委员会（按姓氏笔画排列）：

于永臻　王君超　石　霞　田应奎
刘振英　刘艳梅　李　蕾　李继文
李省龙　李旭章　李　鹏　张玉杰
张燕喜　陈文通　陈宇学　赵锦辉
施　虹　胡希宁　徐平华　徐祥临
贾华强　曹　立　曹　新　董艳玲
鲍永升

编辑部主任：孙小兰

主　　办：中共中央党校经济学部

目　录
Contents

第 4 辑

热点聚焦　Hot Spots in Focus

3　中国证券市场的挑战与机会　余赤平
The Challenges and Opportunities of China's Stock Market
YU Chiping

19　区域发展中的若干认识误区　顾海兵
Some Misunderstanding concerning Regional Development
GU Haibing

改革与发展　Reform and Development

37　关于宏观调控的几个理论问题　周为民
Several Theoretical Problems concerning Macro-Regulation and Control　*ZHOU Weimin*

需要全本请访问 www.ertongbook.com

48 开发粮食需求尚待破题 张宝江
The Question of Tapping Food Need Requires Breaking through ZHANG Baojiang

58 农地产权制度的残缺与变革 赵 晓
The Shortcomings and Reform of Farmland Property Right System ZHAO Xiao

68 中国经济近期应以调整为主 高辉清
The Recent China's Economy should Focus on Regulation GAO Huiqing

75 纺织品摩擦的冷思考 刘 力
A Sensible Consideration about Trade Frictions of Textile Goods LIU Li

探索与争鸣 Exploration and Contention

87 政府转型：问题、思路与选择 张德荣
Government Transform：Problems，Considerations and Choices ZHANG Derong

108 中韩经济：比较与借鉴 詹小洪
Sino-Korean Economy：Comparisons and References ZHAN Xiaohong

113 自由贸易为什么不自由？ 陈 华
Why is Free Trade not Free？ CHEN Hua

123 “新经济”八年之痒：理论述评及反思 郭 磊
The Eight-year's Itch of “New Economy”: Theoretical Review and Retrospection GUO Lei

财经观察 Finance Observation

135 把金融作为产业来发展 何德旭
Developing Finance as an Industry HE Dexu

147 突破国内银行业改革的围城 易宪容
Breaking the Bounding Wall of Domestic Bank Reform YI Xianrong

166 资本市场与大国博弈 祁 斌
The Capital Market and Big Countries' Game QI Bin

调研报告 Report of Investigation and Research

175 用市场的方法发展市场经济 李文溥
Adopting Market Methods to Develop Market Economy LI Wenpu

稿约

热点聚焦

Hot Spots in Focus

中国证券市场的挑战与机会

余赤平

过去几年，中国经济持续高速发展，无论是报纸杂志还是互联网络，都回荡着一片“涨”声。首先是中国经济持续的高涨，从2001年开始，进入新的一轮高速增长周期，GDP连续3年涨幅高达9%左右。在这个大的背景下，中国的出口贸易大幅飙升，2004年，中国对外贸易突破了1万亿美元大关，并且继续呈现强劲的增长势头，与此同时，中国的外汇储备一路高涨，到2005年9月底，外汇储备达到7690亿美元。以至于以美国为首的西方国家，点着中国人的鼻子要人民币升值。除此以外，中国的城乡个人储蓄也是高速增长，到2005年的上半年猛增到13万亿。中国经济过去几年连年丰收，在这丰收的稻花香里，我们却看到中国证券市场处于一片低迷之中，颇令人费思。

暴跌后低迷的中国证券市场

中国股市沪指早在2000年底就到达了2100点附近。虽然随后半

作者系太平洋证券公司首席经济分析师。

年勉强冲高到2245点。但是，从2001年6月份以后就一蹶不振，可谓飞流直下三千尺，连续四年多与中国的宏观经济逆势而行，这在世界股市可能是罕见的奇观了。到了2005年7月，股市经过连续4年多的暴跌，让资本市场布满了暮雾愁云，中国股票市场的投资者经历着长期亏损的痛苦煎熬。如果说，还没有人能够用语言全面地、详细地揭示出中国投资者连续四年经历的心理苦旅，那么下面的数据却可以让任何一个关心中国资本市场的人不能不为之动容。到2005年7月，沪指最低跌到1000点，指数跌幅高达55.46%。据股票投资分析师张卫星统计，自1990年中国股市成立到2004年底，中国几千万投资者共向1381家上市公司投入了24500亿元，在三年半的时间里，一共让投资者亏损13171.57亿，平均每家上市公司吞掉9.5亿元。投资者如果投资任何一家上市公司都有95.73%的可能性是亏损，而且很可能会亏损一半以上。到2004年底，中国股市仅有2025亿股的“股权分置”的流通股股票，这些股票所对应的上市公司净资产仅仅约为4500亿元人民币。虽然沪市在1300点时的流通市值还有11800亿，但恰好在这个时候，股权分置改革的消息向股市再次投入一颗重磅炸弹，使本来就如惊弓之鸟的投资者在1300点落荒而逃，将沪指一口气打到1000点的6年新低。沪指到1000点时，中国股市只有不到8000亿的流通市值!!1387家上市公司的市值，只相当于微软公司一只股票的市值。

面对这种严重的局势，有人提出，中国股市是一个破灭的泡沫，没有投资价值，中国股市制度设计缺陷太多，应该推倒重来。还有的甚至提议干脆关闭。中国股市真的可有可无吗？

中国证券市场诞生和第一次游戏规则的建立

为了回答上面的问题，有必要回顾中国股市走过的短暂历程。看看中国股份制企业改革政策和中国证券市场的游戏规则是怎样形成和改变的。

中国经济改革始于1978年党的十一届三中全会，当时，几十年

的计划经济已经将财政、银行和国有企业紧紧地拴在一起，形成了一个封闭的投融资体系。在这个体系中，国有企业狮子大张口，吃了银行吃财政，吃了财政吃政策。能吃的都吃了，最后发育成为了一个机构臃肿、效率低下、监管无效、投资无底、亏损累累的大摊子。面对这样一个摊子，中国经济改革该从哪里下手？

1985 年 11 月 14 日，一个应该让中国人民牢记的日子。这一天，中国改革开放的总设计师邓小平在国务委员兼中国人民银行行长陈慕华的陪同下接见了来华访问的美国纽约交易所所长约翰·范尔松。邓小平将中国首家股份制企业—上海飞乐音响公司的股票赠给了约翰。当时，美国媒体已经敏锐地感觉到这份礼物意味着计划经济的中国正在孕育着一个股份制的胚胎，中国将掀起股份制企业改革的风暴。事实上也的确如此。就是这张面值 100 元的股票，邓小平用股份制的“它山之石”给中国铁板一块的计划经济体制打入了一个楔子，以股份制的企业结构方式，打破了国有企业封闭、僵死的投融资体制，撬动着一个巨大的资本市场。

20 世纪 90 年代以前，中国的经济学教科书里面没有股份制企业的地位。股票和证券市场一直被解释为资本家剥削工人血汗的工具。在这种背景下，进行股份制企业改革是中国政府进行最冒险的试验。因为股份制实行的直接投融资机制挑战经典的社会主义制度下国有企业的产权关系。国有产权是计划经济大厦的最重要的顶梁支柱。以股份制企业来挑战国有企业的产权关系好像共工与颛顼争帝。很多人担心“天柱折，地维绝”，似乎计划经济的社会主义大厦将在股份制的兴起中走向终结。正因为如此，股份制改革向中国人民走来的时候非常低调。当时，政府已经看到，大部分国有企业已经是一潭“死水”，必须引进股份制企业的“活水”，来激活国有企业。从 1990 年初发行的 8 只股票就可看出，当时政府把股份制企业看成涌泉喷发的“活水”，把它与面临干涸的国有企业的“死水”分开，独立存在，互相比试。最先上市的 8 家企业，除真空电子、浙江凤凰和后来的豫园股份小部分暂时不流通外，其他 5 家企业都是全流通，全部流通股份超过整个股份的 80%。当时，政府设想股份制企业是相对于国有企业

需要全本请访问 www.ertongbook.com

的一种新的企业形式，可以与国有企业并驾齐驱，互相促进，推动国企的改革，而不是你中有我，我中有你。这就是当时对中国股市制定的基本游戏规则。所以，从中国股市诞生之始，并不存在现在这样棘手的股权分置问题。

中国证券市场的第二次游戏规则

虽然政府在进行股份制企业改革和成立证券市场之初，就希望股份制企业与国有企业这两种融资渠道和股权所有制极不相同的企业泾渭分明、互相竞争、互相促进。但是，股份制企业和证券市场的巨大潜力，在老八股发行后就立即显露出来。由于最初发行的股票太少，造成了供需之间的巨大差额，股票价格飞涨。初上市的 8 家公司流通股总共才 60 多万股，面值 6000 万元。当时 1200 万上海市民平均每 20 人才有 1 股股票，而当时仅上海居民存款就有 240 亿元。后来股票经过两次拆细（将每股 100 元面值拆成 10 元，再将 10 元拆成 1 元），也不过 6000 多万股，显然不能满足投资者的需求，以至于每逢有公司发股或配股，人们常常通宵达旦排队收购认股证，并且不得不出动警察维持秩序。

股份制企业所显示出来的极其旺盛的生命力和发展潜力，政府看得非常清楚，并且马上对股份制企业与国有企业的关系有了重新的认识。如果说原来设想用股份制企业的“活水”来激活国有企业的“死水”的话，现在政府希望要改变股票市场的游戏规则，将国有企业进行股份制改造，融入直接投资者，让股份制的“活水”直接注入“死水”，让证券市场为搞活国有企业融资服务。于是，出现了一种具有社会主义特色的股份制企业：这个企业中同时融入两种产权和股权都很不平等的投资人。一种是中国普通百姓，代表直接投资者的流通产权，一种是原国有企业的国有股份，代表国有企业的不流通产权。这种股份制企业在证券市场的存在有三个前提：一是股票发行一级市场供不应求；二是国有股权不能流通；三是股票交易没有做空机制。其目的就是要利用一部分具有风险投资意识的投资者的直接投资，来为

国有企业融入巨额的资金。在这种制度设计下，上市国有企业的资产定价过高、财务报表造假、公司治理结构混乱、投资和经营监管不力的问题一直存在。

应该说，在将股份制的“活水”注入国有企业的“死水”过程中，政府和证券管理机构都知道这个游戏中所包含的风险。因此，政府三令五申，不许国有企业炒股，不许银行资金进入股市，不许上市公司炒股，不许社保基金、保险基金进入股市。笔者根据这些禁令，早在1997年就撰文分析指出，中国股市只有单边融资功能，没有投资价值，并且指出这种由于供求矛盾造成的股市不能持久。

显然，证券市场游戏规则的改变，使证券市场为国有企业改革服务的融资获得巨大的成功。过去14年，证券市场使国家获得印花税收益2100多亿，券商得到手续费2100多亿，上市公司融资8500多亿。仅仅从直接投资分流银行的存款压力、减少银行的风险来看，证券市场已经居功至伟了，何况仅仅十几年的时间，就营造出一个初具规模的证券市场和一个庞大的证券产业，走过了西方发达国家200多年所走过的道路。

在这个游戏的过程中，中小投资者承担了二级市场所有的风险，而且绝大部分投资者未能幸免于难。从2001年开始，这个游戏规则的底牌已经大白于天下。单边融资的游戏虽然还能勉强玩下去，但是，具有专业水平的长期投资者开始撤离市场，股票开始暴跌，股市的融资功能萎缩。到2004年底，持续下跌的股票市场让投资者望而却步，新股发行更是让投资者闻风丧胆。新股不能发行，再融资步履艰难，股市的融资功能走向了终结。正是在这种背景下，管理层也清醒地看到，证券市场单一的融资功能设计绝不能持久，不仅如此，它还可能最终导致股市走向崩溃，酿成金融危机。

一个游戏玩不下去了，就必须修改游戏规则。当管理层从股市的暴跌中认识到证券市场的发展必须同时具备融资和投资功能时，应该说已经在精神上做好了建立公正、公平、公开的健康证券市场的准备。

中国证券市场的第三次游戏规则

要从根本上修正证券市场的制度设计缺陷，首先要解决的是股票市场的股权分置、国有法人股股权不能流通的问题。但是，如果国有法人股全流通在股市高涨的时候推行，因为流通股和原始非流通股的差价巨大而不可能进行；而在股市暴跌以后推行，又会因为股票市场的人气涣散、交易萎缩而面临落井下石的局面。在这种“生存还是毁灭”的两难选择中，政府和证券管理部门以巨大的魄力，决意背水一战，通过“对价”的方式，彻底解决国有股权的全流通。

在长时间的广泛讨论国有股权如何流通后，在股市的暴跌声中，为什么证券委还是要破釜沉舟地推出“对价”方案？道理很简单，由于国有法人股的“死水”太多，多年来的“活水”注入“死水”的游戏让中国股市的“死水”不活，“活水”却已死，中国股市最终变为一潭臭水：这里庄家横行、谣言充斥、非流通大股东操纵报表、虚增利润、圈钱有方、花钱无束。流通股东一买就套、屡买屡套、亏损连连、绝望离场。中国证券市场的历史证明，股票市场这种单向融资的功能必将终结。股市必须正本清源，重新设计。

在这种背景下，政府和管理当局再次修改中国股市的游戏规则。这就是通过“对价”，让部分非流通股的“死水”流向流通股的“活水”，让非流通股的这潭“死水”最终变为“活水”，从而促进非流通国有法人股的全流通。理性的分析，虽然目前有些具体的上市公司对价方案不如人意，但是，“对价”方案的整体设计思路和推出的时机都比较符合中国股市的实际情况。不论是国务院、还是下属的国资委、财政部、证监会等，都对股权分置改革给与了前所未有的支持和呵护，并企盼股权分置改革获得成功。

“对价”的含义就是非流通股股东通过向流通股股东让利补偿的方式获得非流通股的流通权利。按照目前已经获准通过的 40 多家公司的对价方案，流通股东平均获得 30％以上的新增股票。在上市公司整个股本不变的情况下，非流通股东的股票具有明显的含权价值。

由于中国股市大概有75%的股票是非流通股票，只有25%的流通股票，这就意味着非流通股股东只要让出10%的股票，流通股东就可以获得30%对价。其结果是能够带动中国股市100%的全流通。由此可以看出，非流通股股东只用10%的股票，就敲开了中国股市全流通的市场。中国股市14年的股权分置问题将获得解决，让中国股市正本清源，这无疑对中国股市的长期发展具有重要的意义。但是一些政府官员和上市公司的非流通法人股东认为，“对价”就是把国有资产大锅里的米饭往小股东的碗里掏，多少有些心不甘，情不愿。因此，在“对价”的比率上为了1%左右的利益斤斤计较。同样，中国的许多投资者包括机构投资者，也没有充分认识到中国股市面临的巨大投资机会，但境外投资者看到了股权分置改革的意义。

QFII对中国证券市场的挑战

在中国股民的绝望抛售中，QFII却大踏步进入中国市场。2005年9月，中国证券委员会宣布一条消息，合格境外机构投资者（Qualified Foregn Institutional Investors，简称QFII）在中国的投资额度由原来的40亿美元再增加60亿美元。总额度达到100亿美元。这条消息好像并没有引起我们市场人士的高度警惕。

让我们把目光向后回顾一下：2003年9月份，中国证券委员会宣布，瑞士银行有限公司、野村证券株式会社经中国证监会批准获得合格境外机构投资者（QFII）资格，获中国证监会批准，这标志着中国证券市场上首批合格境外机构投资者可以在中国股市闪亮登场了。QFII制度，简单地解释就是“外国投资者也可以到中国来炒股票”。按照专业人士的语言，就是境外资本可以直接进入中国的资本市场进行股权投资。也许有人认为，中国股市现在如此低迷，境外资本进入中国资本市场是求之不得的事情，让外资来当深度套牢的中国股民的解放军多好，但实际上，事情可能并不那么简单。

资本主义对外扩张可以简单地概括为三个阶段：一是以军事实力建立海外殖民统治，直接掠夺资源；二是以高价的科技产品输出，

大量获得廉价的资源产品和商业利润；三是直接进行金融资本输出，掌控输出国的金融资本市场的定价权，制造市场的巨大差价，获得高额利润。

从鸦片战争以后，中国经历过殖民统治和商业掠夺两个阶段。直到现在，中国的对外贸易还没有摆脱以最廉价的资源产品换取高科技产品的困扰。由于中国的资本市场对外一直没有开放，中国还没有受到金融资本的威胁。但是，我们可以从1993年的意大利货币危机、1997年泰国金融危机、1998年俄罗斯卢布危机以及1999年巴西货币危机中看到现代金融资本的力量和威胁。1997年香港回归后的金融资本市场，也曾上演过港府与金融大鳄索罗斯的龙虎斗。

中国证券市场急于对外开放，主要面临的挑战来自于WTO中所规定的条款。在WTO的22个协定中，涉及金融业开放最主要的是《服务贸易总协定》，该协定共有29个条款和8个附件，其中两个是关于金融服务的附件。此外，还有1999年3月1日起生效的WTO成员国在日内瓦达成的新的《金融服务贸易协议》也一同构成了金融服务开放的基本原则。

WTO《服务贸易总协定》的基本原则主要有几个方面：最惠国待遇原则、透明度原则、发展中国家更多的参与原则、市场准入原则、国民待遇原则、逐步自由化原则。前面的三项原则为一般性原则，要求各缔约方在所有服务贸易领域都必须遵守。而后面的市场准入、国民待遇和逐步自由化原则属于特定义务。对证券市场的开放提出了更加具体的要求。它们包括：对各缔约方开放银行、保险、证券和金融信息市场；允许缔约国在国内建立证券服务公司并按公平竞争原则运行；缔约国公司享受同国内公司同等的进入市场的权利；取消跨境服务的限制；允许缔约国资本在国内投资项目中的比例超过50％。

我国政府在三条可协商的原则中，对证券市场开放表明了立场：一是金融部门的开放必须循序渐进，但最终会全面开放市场，使得外资能从事中国证券市场中的一切业务；二是承诺确保在华外资证券服务提供者在取得证券服务方面享有最惠国待遇；允许外国证券服务提

供者在华设立机构并有开业权；确保外资证券服务提供者在我境内提供本国暂缺的任何形式的新金融服务；三是承诺外国证券服务提供者在取得我国境内证券组织成员资格后，进入任何形式的证券市场享有与本国证券服务提供者相同的待遇，包括投资品种、投资数量、投资比例等方面。

正是在这样的大背景下，加入 WTO 后，中国金融资本市场的篱笆已经打开。境外机构对中国金融资本市场虎视眈眈。我国于 1996 年实现了经常账户的开放，2004 年底，已经开放外资银行人民币业务的城市达到 18 个。到 2006 年底，将对外资取消所有地域限制，同时开放中国居民个人人民币业务。届时，外资银行的人民币业务范围和领域将与中资银行完全一样。境外金融机构全面进入中国的银行、证券、保险等行业。中国政府今年 7 月让人民币升值 2.1%，放弃实行了 11 年的盯住美元的固定汇率制度，改为有管理的浮动汇率制度，并且计划到 2010 年后实现资本账户基本开放。这是一个史无前例金融资本市场大开放，一个不仅广大的普通百姓毫无所知，同时广大的政府官员不太了解的大开放。

QFII 进入中国证券市场，开弓没有回头箭。看看境外资本进入中国的步伐：今年上市公司一季度报告已经显示了 QFII 几经采取火速行动。QFII 重仓 A 股的数量已达到 80 只，持仓数量增幅达 159.3%。在二季度，20 多家 QFII 已经出现在 80 家上市公司前十大流通股东之列，持股市值达到了 28.72 亿元。现在，QFII 已经完成了早先批准的 40 亿美元的投资额度，证券委员会再批 60 亿美元的额度。100 亿美元，相当于 800 多亿元的人民币。相对于在沪指 1000 点的位置的 8000 亿人民币的流通市值，可以买入 10% 的流通股票！！！如果中国股市在 1000 点左右继续徘徊，用不了半年，这 60 亿美元会全部进入股市，并且还将继续申请更多的投资额度。除了进入股票市场，值得特别指出的是，从去年开始，QFII 大举进入折价极高的封闭式基金市场。

这就是 QFII！当本地市场对自己的股票弃之如敝屣的时候，QFII 则拾之如宝。1990 年 2 月至 10 月，中国台湾股市泡沫破裂，加

需要全本请访问 www.ertongbook.com