

迈向市场经济的中国资本市场

赵振全 陈守东 李夺

一、中国资本市场深化发展已具雏形

以证券市场为主体的整个中国资本市场，从 1991 年开始到世纪之交已经步入了第十个发展年头，在过去的九年间，市场在规范与探索中迅速发展，已迈上一个新的台阶，使得资本市场在国民经济中所起的积极作用日益显著，已逐渐成为中国经济发展的一个重要推动力。证券市场发展已初具规模。截至 1999 年底，境内上市公司已达 949 家，境外上市公司 46 家，筹资 4400 多亿元，股票市场筹资与银行贷款增加值之比达到 10.26%，反映了我国证券市场企业直接融资能力的发展，近年来上市公司以 30% 的速度发展，国内股票市值已达 2.65 万亿人民币，占 GDP 比重近 32%，投资者大约 4400 多万户，投资基金利家，发行规模达 505 亿元，证券营业机构近 430 家。仅 1999 年，发行国债 4015 亿元，发行金融债券 1801 亿元，发行企业债券 200 亿元。证券法的实施使我国证券市场的法律、法规逐步健全，市场运作规范水平和防范风险功能不断提高。一大批国有企业改制上市，为社会主义市场经济注入活力。证券市场在不断规范中发展，在不断发展中规范，市场规模不断扩大，证券投资基金的兴起，使得市场主体步入结构调整、制度创新，市场建设不断推出新举措，使市场的运行环境得到了相当的改善，也为其发展明确了方向：证券市场的发展需要加强监管、走向规范，进一步实行市场化，凡是市场能正常起作用的就要让市场来决定，建立市场比的资本市场运行规则和基本准则。

二、中国资本市场的市场功能

中国资本市场的发展是中国市场经济进一步发展的内在要求，它要求拓宽储蓄到投资的转化渠道，提高资本形成的效率，实现资源的优化配置，促进资本流动。资本市场的资金融通、资源配置、市场调节和对经济的反映共同构成了资本市场完整的功能体系。近一年来，一系列激活市场的调控政策陆续推出：降息、降低存款准备金，开放三类企业入市，开放保会资金入市，批准券商增资扩股，允许券商进入同业拆借市场，允许券商以股票抵押融资等，为市场提供了大量可用资金的直接融通渠道。加之法规的不断完善，市场逐步形成使资金供求双方都满意的投资渠道。为配合西部开发，配合国企改革，对资产重组和高新技术行 L 的直接融资所需要的大量资金，围绕中国企业能否实现制度创新，技术创新，产业升级，赶上国际先进水平，提高综合经济实力，通过市场实现资源优化配置。与世界发达国家相比，1999 年中国股市流通市值仅占 GDP 的 12.5%。远低于发达国家，而实物经济增长 7.1%。又高于发达国家，表明中国资本市场有很大的发展潜力，这就为我国经济发展中的宏源优化配置提供了良好的基础。作为经济晴雨表，股市的繁荣可以鼓舞人们对未来中国经济发展的信心导致对未来收入的预期，促进投资和消费，带动经济增长，使积极的财政政竞取得良好的效果。宏观经济环境转好，为企业提高经济效益扩大生产创造了有利条件，也促进了股市的繁荣，有利于加快直接融资和资源的优化配置，经济的长期稳定增长，必然和股市的长期定强相联系。

三、宏观经济与证券市场的相互关系

1999 年下半年以来，在各项积极的扩大需求政策持续作用下，随着我国宏观经济的复苏、回升和我国加入 WTO 步伐的加快，中国经济出现了良好的发展势头，生产加快，效益提高，资金投放力度加大，消费者和生产者的预期提高，国内经济出现了积极变化。第一季度经济增长率为 8.1%，外贸出口同比增长 39%，一季度消费指数上升了 10.7%，物价水平在连续下滑了 22 个月首次出现正增长，股票市场的不断走强，表明中国经济去年已走出谷底，新一轮增长周期开始。经济环境向好必然为企业提高经济效益创造有利的条件，经

经济增长前景看好必然导致股市的繁荣,反过来股市繁荣也会为经济增长提供良好的预期。宏观经济向好对股市的推动作用可以从宏观经济先行指标与股市综合指标的关系来分析,而股市对宏观经济的反映也可以从股市综合指标对宏观经济一致指标的先行关系来分析。

通过对上证指数门对、国内生产总值(GDP)、社会消费品零售总额(C)、固定资产投资(I)、金融机构企业存款(FS)等指标季度值的时滞相关分析,初步发现FS、C、I可以作为上证指数SZ的先行指标,FS先行期为2季度(相关系数 $R=0.96$),C先行期为5季度(相关系数 $R=0.95$),I先行期为3季度(相关系数 $R=0.94$);而上证指数SZ与社会消费品零售总额C可作为GDP的先行指标;SZ先行期为1季度(相关系数 $R=0.93$)或3季度(相关系数 $R=0.76$),C先行期为8季度(相关系数 $R=0.65$)。

根据以上相关分析结果,我们用所选的先行指标分别建立了金融机构企业存款等指标对上证指数的预测模型和上证指数等指标对GDP的预测模型如下:

$$\begin{aligned} \text{SZ} &= -103.6435 + 0.0209 * \text{FS} + 1115 * \text{C} + 0.0046 * \text{I} \\ \text{Sqr}(R) &= 0.8668 & \text{D} \cdot \text{W} &= 1.5022 \\ \text{GDP} &= 29846.13 + 2.1688 * \text{SZ} + 0.5944 * \text{FS} + 1.3702 * \text{C} \\ \text{Sqr}(R) &= 0.9691 & \text{D} \cdot \text{W} &= 11.5890 \end{aligned}$$

从以上分析可见,股市和宏观经济指标存在着比较密切的相互关系。

四、当前中国资本市场存在的主要问题及其对策

在深化资本市场的发展过程中存在许多制约因素。首先,资本市场存在明显的功能缺陷。前些年,国家对发展证券市场的认识不足,控制通胀所造成的社会资金长期供不应求格局不会很快修正,企业强烈的投资扩张冲动。会使资本市场的融资功能被异常放大,会使资本市场上的资金配置难以体现效率,而资本市场的资源配置功能又被人为地扭曲。企业注重股权融资,对债权融资有偏见。在这方面,市场发行制度的改革将对市场发展起积极作用。

其次,股票市场流通总规模不能满足股票市场的发展和与国际市场接轨的要求;投资主体结构的不尽合理使得抗击市场风险的能力差;利率市场化程度差以及缺乏不断创新的金融工具阻碍资本市场的发展和深化。

再次,国债市场在中国资本市场上的作用还未充分发挥,国债发行利率缺乏弹性,反映不出利率与资金需求的关系,期限与品种的单一导致国债利率不能成为资本市场主导利率,短期国债发行没有形成机制,国家发行目标定位与居民个人投资无法使中央银行公开市场操作。国债发行规模及结构需要适当的控制和调整。

最后,货币市场发展滞后于资本市场的发展,其内部机构也存在结构失调问题,在我国,除同业拆借市场有一定程度的发展以外。其他的市场如票据市场、贴现市场、短期债券市场的发展进展缓慢,整个货币市场的发展呈现出一种非均衡性。由此看来,资本市场发展的不均衡以及资本市场的内部市场不均衡,需要我们对资本市场进行结构的优化。

对此我们提出如下的建议:

1. 加强结构调整和制度完善的力度

按证券法要求,推进证券经营机构间的重组与整合,理顺证券市场的资金来源,建立规范的证券融资渠道,有条件地使银行与证券业、证券与保险业、资本市场与货币市场的资金融通,以提高资金运行效率,为缓解证券市场发展中的资金需求压力,基金发行要进一步加强,大力培育机构投资者、战略投资者,抑制股票市场过度投机以提高抗击市场风险的能力。视市场状况,逐步加快调整和规范上市公司股权结构,通过转让、配售和回购等渠道减持国有股在某些行业、产业的股权比重,盘活国有资产,加强国有资产的流通性和增值能力及提高市场的内在价值。

2. 市场扩容要符合国家产业结构的调整

目前中国股市的规模还小,股本结构不规范,因此扩容任务还很艰巨、这就要求市场扩

容要符合国家产业结构的调整，同时。进行制度的创新，包括公司的债权转股权的尝试，国有股的减持计划，转配股的上市，但这些必须考虑市场的承受能力，要给予政策宏观调控配合，以控制增量，消化存量为主。

3. 激活股市以促进扩大内需

股市的财富效应，将有力地促进银行存款的分流，在我国尽管经过多次降息，居民存款额仍高达6万亿，储蓄率达40%。当经济向好时。证券市场的活跃，以及投资基金的发展，将使一大部分储蓄转移到投资，使很多资金进入证券市场，这对于在一定程度上减缓银行巨额存款压力，扩大民间投资。刺激需求带动消费，是非常有效的。与此同时，股市的活跃还可以增加国家的财政收入，是国家、集体、投资者三方面的多赢局面。

4. 加快市场发展与国际接轨，

成功市场有四个标准，公平、有效率、有足够的流通量和透明度，因此要完善股市发行制度体现市场公平，改善证券交易市场管理提高市场效率，改进市场监管方式，提高透明度，分阶段扩大市场流通量加快市场发展。与国际接轨。

5. 加强市场金融风险防范

提高银行系统抗御宏观金融风险能力，应在改善不良资产和改善资产负债结构上下功夫，进一步补充资本金充足率，力图使宏观金融风险在可控制的范围内运行。由于我国股票市场成立初期管理体制的局限性，市场竞争的无序性，信息垄断性，以及运行方式的不规范等影响因素，我国股市出现波动大，投机性强，泡沫严重的风险特征。应在提高企业经营效率、改善收益和提高增长率上下功夫

6. 继续加强发展国债市场

在我国国民应债能力强，财政偿债能力弱，从经济总量角度，我国国债规模不大，而从财政收支角度，我国国债规模又显得过大，说明我国国债期限结构不合理，这就要求对国债发行、规模、结构应建立调控标准，在适当扩大国债规模的同时加强债券市场的风险管理。

2000年4月

(作者单位：吉林大学商学院)