

改革开放以来浙江省直接、间接金融协调发展探讨

闻岳春 庞红学

(浙江大学西溪校区金融与经贸学院, 浙江 杭州 310028)

摘要 本文较系统地研究和总结了改革开放以来浙江省直接、间接金融发展的现状, 并运用马克思货币金融理论和邓小平金融思想, 提出了市场经济体制下直接、间接金融协调发展的模式, 以使两种融资方式能更好地支持经济金融的发展, 提高宏观经济金融效益。

关键词 改革开放; 浙江省; 直接、间接金融协调发展

中图分类号 F127 文献标识码 A 文章编号 ××××-×××× (1999) 02-0109-07

A Probe into the Coordinating Development between Direct Finance and Indirect Finance in Zhejiang Province

WEN Yuechun PANG Hongxue

(School of Economics and Finance, Zhejiang University, Hangzhou 310028, China)

Key words: direct finance; indirect finance; coordinating development

Abstract: In this paper the probe is applied to some financial theories presented by Deng Xiaoping. The paper discusses the experiences and lessons of respective development in Direct Finance and Indirect Finance, as well as the present problems and further developing models of the coordinating development between Direct Finance and Indirect Finance.

邓小平同志的金融思想是建设有中国特色社会主义理论的重要组成部分, 对改革开放以来浙江省直接、间接金融的发展与改革、协调有重要的指导意义。

在建国至 1979 年的 30 年中, 浙江经济一直是带有浓厚产品经济色彩的高度集中的计划统制经济。在这种旧经济体制下, 国营企业生产所需的长期资金主要由国家财政提供无偿拨款, 集体企业生产所需的长期资金主要靠自身的积累, 而当时的银行只负责解决企业部分短期流动资金需求。因此, 除了传统的银行存贷款业务外, 直接金融市场在当时没有生存的基础及存在的必要。1979 年起的经济金融体制改革, 给传统和僵化的浙江经济金融注入了新的生机和活力, 浙江经济由此出现了长足的发展。与此相适应, 浙江的直接金融也得到了了一定的发育和发展, 间接金融则得到了较大的发展。进入 90 年代后, 随着金融体制改革的逐步深化, 浙江省的直接、间接金融均有了很大的发展。

一、改革开放以来浙江省直接金融发展的成功经验与教训

(一) 改革开放以来浙江省债券融资的发展及存在的问题

在浙江省的融资中, 债券融资不但规模较大, 而且品种也较多。目前已在浙江省发行的债券种类有: 国库券、国家重点建设债券、财政债券、国家建设债券、特种债券、保值公债、基本建设债券、重点企业债券、金融债券、企业债券等 10 多种, 分别归属于国家债券、金融债券、企业债券三大类。

1. 国家债券 国家债券是国家政府为了筹集建设资金、弥补财政赤字，向企事业单位、机关团体、金融机构以及公民个人等发行的债券。1990 年以后发行的国家债券主要有国库券、财政债券、特种国债、转换债、贴现债券、附息债券等。截至 1996 年底，浙江省累计发行各类国债 1200 多亿元。①与发行市场比较，国家债券的流通市场发展相对较晚。1988 年 6 月，浙江省的杭州、宁波、绍兴、温州作为全国第二批试点城市开放了国库券转让市场。到 1994 年底，浙江省拥有证券交易机构 49 个，共 200 多个交易网点，已初步形成了省、市（地）、县三级网络构成的证券交易市场，1990-1996 年全省证券（含国债、股票、基金等）交易额累计为 3972 亿元。②

2. 金融债券 金融债券是金融机构为筹集资金而向社会公开发行的—种有价证券。1985 年由农业银行和工商银行首先开始发行。目前在浙江省的发行已经扩大到建行、中行、交行、国际信托投资公司、国家开发银行、进出口银行、农业发展银行等，期限为 1-5 年。

3. 企业债券我国自 1984 年开始出现—些企业自发向社会和企业内部职工集资。[1]1987 年 3 月国务院颁布了《企业债券管理暂行条例》，正式将企业债券发行纳入全国资金计划。企业债券主要有重点企业债券和地方企业债券两种。1991-1995 年，我国大约发行了企业债券 1500 亿元。1991-1994 年浙江省共发行地方企业债券和企业短期融资券 124.53 亿元。与全国其他地区—样，浙江省的企业债券交易市场也不太发达，交易额很少，如 1994、1995 年合计仅 1.153 亿元。③

综上所述，改革开放以来，浙江省债券融资的发育与发展，顺应了国民收入分配格局和资金运行格局的重大变化，为筹措生产建设资金提供了一条新的重要渠道。它不仅大大缓解了财政和银行等金融机构信贷资金的供应压力，而且可救生产建设资金短缺的燃眉之急，尤其是弥补了重点建设项目的资金不足。

尽管浙江省债券融资已取得了较大的发展，然而总体上还处于发展阶段，还不成熟，存在不少问题，主要有：

1. 有关部门重股票而轻债券，债券融资的发展战略和规划滞后，缺乏总体布局和宏观指导，整个运行过程缺乏系统性、综合性和超前性。同时，其融资规模较小，这在一定程度上影响了其对浙江省经济金融发展的推动作用。

2. 债券融资法律建设滞后，有关专业人才缺乏，债券评级配套服务落后。目前颁布的法规大多为临时性法规，而且不少与现实不太符合。《国债法》等尚未出台，—些地方性法规因缺乏权威法规的指导而难成体系。同时，有关专业人才缺乏，债券评级、证券执业会计师、律师对债券发行交易的签证等往往流于形式，可信度不高。

3. 除国债发行有不少创新外，其余债券融资创新不足。总体上债券的种类仍然比较单调，市场化的利率或收益率机制尚未真正形成，融资渠道相对不畅。

4. 债券发行和交易中存在着诸多不规范之处，其运行过程中缺乏有效监控和一整套严密的约束体系，从而使融资过程中—些不良行为有机可乘，如透支、大户操纵、利用内幕消息炒作、自营业务与代理业务不能严格区分等等，这些都助长了债券市场的投机性，加剧了其波动。

5. 国债发行和交易的市场化还存在不少问题。自 1981 年恢复国债发行以来，已经过了 17 年，从行政摊派到承购包销、招标拍卖，一步步走向市场。但与市场经济比较发达的国家相比，仍有不少差距。

6. 金融债券的发行和交易亦存在不少问题。因为整顿金融秩序，同时由于银行等金融机构存款稳步增加，尤其是储蓄存款大幅度上升，限制了高成本的金融债券的市场供给；加上金融债券长期以来基本上都是定点发行、定点兑付，即投资者在某一地点购买债券，兑付时也必须在该地点，这不仅给购买者兑付债券带来了不便，也极大地限制了金融债券的流通和转让，从而形成—个对普通商业银行（包括国有商业银行）金融债券的购买与流通的低潮需求约束。与此同时，新组建的三家政策性银行

这几年发行了几千亿元（全国数）的依靠中央银行组织国内金融机构等认购的、由财政担保或贴息的政策性金融债券，这类债券因其利率低，期限长，又不能转让，所以只能靠中央银行用行政手段向各金融机构摊派，引起了一些金融机构的抵触和反对。

7. 企业债券特别是地方企业债券的发行和交易日趋萎缩。发行企业债券是企业面向市场直接筹措生产和建设资金的重要方式之一。自 80 年代中期企业债券市场开放以来，在一度轰轰烈烈之后，有种种迹象表明，现正逐渐萎缩。

（二）改革开放以来浙江省股权融资的发展及存在的问题

与规模较大的债券融资相比，浙江省的股权融资规模要小得多，而且起步时间也较晚，浙江省从 1986 年开始进行股份制试点工作，同时，对通过股权进行融资的方式进行了有益的探索。1987 年元旦，杭州龙翔股份有限公司首创了浙江省股票公开发行的先例。[2]

自 1987 年杭州龙翔股份有限公司公开发行股票以来，浙江省的股份制基期股权融资取得了很大的发展。浙江省股份制及股权融资的主要形式有：

1. 规范化的股份有限公司。截至 1996 年 6 月末，浙江省累计批准设立股份有限公司 203 家，股本总额达 129.50 亿元。其中，国家股 16.82 亿元，占总股本的 12.9%；法人股 100.63 亿元，占总股本 77.65%；个人股 12. 仍亿元，占总股本 9.34%。[3]

2. 有限责任公司。近年来，浙江省有限责任公司得到了较快的发展。截至 1993 年末，全省各级授权机关已批准设立的有限责任公司约 800 家，股本总额约 20 亿元。1995 年，全省（不含定波）新组建有限责任公司达 14233 家。[4]

3. 股份合作企业。它已成为城镇小型企业和乡镇企业的一种新型组织形式和筹资方式。浙江省是全国最早推行股份合作制的省份之一，最初萌芽于市场经济比较活跃的温州、台州农村。以合伙办厂、合伙经商、合股买船捕鱼搞运输等逐渐演变而来。从 80 年代到 90 年代，经过浙江省各级党政的正确引导和积极推广，股份合作制企业在全省发展迅速，从工业拓展到农业、商贸、交通等各个领域，从少数地区发展到全省各个城乡。据不完全统计，全省现有股份合作制企业已达 8 万多家，已成为我省经济发展的重要力量。[5]特别是在县域经济中，日益发挥出举足轻重的支柱作用。

随着股份制改革的深入发展，浙江证券市场作为全国证券市场的组成部分，从无到有，逐步发展起来。（1）上市公司逐年增加，筹资额大幅上升。到 1997 年底，全省累计上市公司已有 33 家，股本总额达 123.5 亿元。特别是 1997 年，股票发行筹资 76.3 亿元，为历年累计数的 143%，实现了历史性的突破。[6]（2）证券经营机构迅速发展，投资者队伍不断扩大。目前省内已取得中国证监会颁发证券承销资格的专业证券公司 3 家，证券兼营机构 3 家，证券营业部已发展到 130 多家，占全国的 1/16，遍布全省 11 个地市。其中申银万国、国泰、海通、君安等大券商纷纷进入布点。会计师事务所、律师事务所、资产评估事务所、证券登记中心等证券中介机构也有了较大发展。与此同时，投资者队伍不断扩大，开户股民已近 200 万户，占全国开户数 1/15。[7]（3）地方性证券场所逐步培育，运行比较安全平稳。浙江省股权交易中心至今共有会员单位 19 家，股权挂牌交易的股份公司 19 家，至 1996 年底，累计交易量为 2.53 亿股，成交金额为 4.41 亿元。浙江省证券交易中心和宁波证券交易中心，在开放省内基金市场及开办法人股协议转让等方面也发挥了积极作用。省内基金市场共有“浙江受益”“金信受益”等十几个品种，基金总量达 1.77 亿元。省证券交易中心累计证券交易总额达到 585 亿元。（4）证券监管机构逐步建立，规范工作得到加强。1993 年 4 月成立了浙江省人民政府证券委员会及其办公室，陆续制定了《关于加强证券市场宏观管理工作若干问题的通知》等 6 个文件，逐步解决了股份制试点和证券市场发展中的一些不规范问题。1997 年省政府对管理机构作了调整，进一步充实人员，明确职责，争取中国证监会予以授权。目前，浙江省证券委已划归中国证监会垂直领导。[8]（5）海外融资取得历史性突破。近年来，经精心策划，一批优质项目相继推出，从镇海炼化 H 股、东方通讯 B 股到沪杭甬高速公路 H 股、东南发电 B 股的发行，都取得很大成功。另外，海外融资的方式也渐趋多样化。镇海炼化在 H 股之后，发行可转换债券筹措 2 亿美元，东南发电发行

全球存托凭证（GDR）。B 股、H 股的发行上市，快捷、有效地解决了重点建设项目，促进了企业转换经营机制，加快了企业国际化、市场化进程。回通过它们的先行示范效应，将进一步带动全省一批企业参与海外融资。

从总体上讲，改革开放以来，浙江省股权融资已有了积极的发展，并取得了一定的成绩和功效。但不管是从广度上，还是从深度上，或与上海、深圳等先进省市横向比较上其发展均不够理想，而且一些深层次的问题和矛盾已经或将要暴露出来，成为影响浙江省股权融资进一步发展的障碍。

1. 缺乏股权融资的整体规划和发展战略，其宏观监管体制还未理顺且相对滞后。

2. 上市公司发展较快，但特色优势尚未形成。表现在（1）业绩水平好转，但小盘股倾向明显。（2）产品多元化，主营业务不突出。（3）行业布局分散化。上市公司分布于轻纺织服装、机械、冶金、化工、家电、药业等若干行业。

3. 股权融资的产业结构不尽合理，规模偏小，募集的区域对象不够广泛。从产业布局看，浙江省股权融资企业大多数属于一般加工工业和流通行业。从募集区域看，浙江省股权融资的对象基本上是境内法人和自然人，而利用境内外证券市场发行境内上市外资股（B 股）或境外上市外资股（如香港 H 股）等对外股权融资方式引进外资还不多。

4. 股权融资的“转制”功能不突出。浙江省股权融资企业尤其是至今为数尚不多的上市公司是浙江省众多企业中的佼佼者。但是这些年的运行过程中还是暴露出其中很大一部分股份制公司无论从组织形式到运行机制，都离现代企业制度有一定距离。

5. 证券经营机构发展虽快，但规模化程度较低。

二、改革开放以来浙江省间接金融发展的成功经验与教训

（一）改革开放以来浙江省间接金融的发展

改革开放以来，浙江省的间接金融有了很大的发展，如商业银行的存贷款业务、信托公司的信托业务、保险公司的保险业务等从小到大、或从无到有，取得了巨大的发展。具体而言，存款业务的发展表现为：

1. 存款余额不断增加。1985 年全省金融机构各项存款为 168.30 亿元，到 1990 年已达 606.01 亿元，到 1997 年底更增至 4244.69 亿元，比 1985 年增加了近 25 倍，每年增幅都在 30% 左右，增幅最高的 1994 年竟达到了 45.48%。虽然各年增幅有起有落，但增幅都较高，除 1997 年增幅为 24.84%，低于 25% 外，其余各年增幅都在 25% 以上；并且每年的绝对增量都不断升高，存款余额节节攀升。④

2. 存款余额占全国的比重不断增大。1991 年时，浙江省金融机构各项存款余额仅占全国各项存款余额的 4.37%，到 1997 年底时已达 5.15%，说明浙江省的存款规模高于全国平均水平，并且每年的存款增长幅度大于全国的增长幅度。⑤

3. 存款品种多样化。

贷款业务的发展表现为：

1. 贷款余额不断增加。从 1985 年的 191.30 亿元，增加到 1990 年的 618.14 亿元，到 1997 年底更增加到 3086.79 亿元，比 1985 年增加 15 倍多，每年增幅都达到 20% 以上（除了 1990 年为 19.45%，略低于 20% 外）。并且，每年的贷款绝对增量都超过上一年。⑥

2. 贷款占全国的比重不断增大。1991 年浙江省金融机构各项贷款余额占全国的比重为 3.51%，到 1996 年时已达 4.23%。说明浙江省的存款增幅大于全国的增幅，并且贷款总额也超过全国平均水平。^⑦

3. 贷款与存款的比例渐趋合理。1990 年及以前，贷款总额都是大于存款总额，存贷比严重失调。从 1991 年开始，贷款额都是小于存款额，1991 年贷款与存款的比例为 94.97%，1994 年该比例为 85.18%，到 1997 年时贷款与存款比为 72.72%，已比较合理。^⑧

4. 贷款的投向渐趋合理。一是增加了对农业和农村经济的贷款投入。如 1997 年，浙江省全年农业贷款、农副产品收购贷款和乡镇企业贷款分别比 19% 年增加 17.5 亿元、16.9 亿元和 99.4 亿元，三项合计增加 133.8 亿元，占 1997 年全部贷款增加额的 26.6%。二是支持了国有大中型企业和基础行业的资金需求。如工商银行杭州分行 19% 年上半年对 63 家省级重点企业增加贷款 8.7 亿元，对电力、邮电、交通等基础行业搭企业增贷 6.7 亿元，二项合计占该行上半年新增贷款的 42.1%。1997 年全省金融机构对国有大中型企业新增贷款 74.2 亿元，比 19% 年多增 3.7 亿元。^⑨三是贷款发放更注重流动性和安全性，金融机构对商业和三资企业的贷款增加较多，而对经济效益差、信誉不好的企业则减少贷款，甚至不向它们提供贷款。

（二）改革开放以来浙江省间接金融存在的问题

1. 金融机构违规经营比较普遍。有的非法设立账外账，逃避金融监管。

2. 金融机构信贷资产质量下降，不良贷款较严重。到 1996 年 11 月末，全省金融机构规模内不良贷款比例为 15.7%，1997 年末全省金融机构不良贷款比例又比 19% 年末上升了 2.8 个百分点。^⑩

3. 非法金融活动频繁。非法金融活动是指违法进行的一切金融活动，包括合法金融机构即金融体系内发生的非法金融活动和金融体系外的，即社会非法金融活动。非法金融活动的主要表现有：（1）未经金融管理部门批准，非法设立金融机构。（2）非法进行社会集资。一些企业，利用高利率的诱饵，非法向职工或社会集资。（3）合法机构非法办理金融业务。

4. 信贷资金的使用仍沿袭粗放经营方式，还未向集约方式转变。经过近 20 来年的发展，浙江省的金融总量已经发展到相当规模，金融组织结构和业务结构发生了很大变化。但是经营方式还是沿袭传统的粗放经营方式，在金融发展过程中存在着“重资产数量、轻资产质量；重业务拓展、轻自我约束；重增设机构、轻风险管理”的倾向。这种粗放型的经营方式，不但导致金融机构的不良贷款不断上升，而且使金融机构亏损严重，全省金融机构总数已达 120 阳多家，据对国有商业银行县级以上机构统计，亏损面达 20%。^⑪实践表明，再沿袭信贷资金粗放经营方式，必将使金融机构陷入经营的困境中，只有尽快转向集约经营方式，才能使整个金融业的恢复发展走上良性循环的轨道。

三、一改革开放以来浙江省直接、间接金融协调发展模式研究

（一）浙江省直接金融、间接金融关系的现状及其问题

我国自建国以来至 70 年代末为高度集中的计划经济时期，与这一经济相适应，融资格局以财政为主导，银行融资只起到补充作用，融资市场一直是间接金融一统天下，直接金融只有民间借贷微小部分。1979 年以来的经济金融体制改革打破了原来的融资格局，呈现出以下几个方面的变化：

1. 储蓄与投资从财政主导型转向金融主导型。

2. 在金融主导型总体融资格局下，直接金融的比重逐步扩大，但仍以间接金融为主导地位。

3. 在间接金融构成中，商业银行特别是国家银行的贷款所占比重日益下降，非银行金融机构的贷款比重有所上升。国家银行从改革前的一统天下，即使到 1985 年还占 94.2%，但到 1995 年只占 78.6%。^②

4. 在直接金融中债券融资所占比重较大，股票融资比重较小。近几年，我国股票融资有所上升，但仍以债券融资为直接金融主导形式。1995 年债券融资占 91.2%，股票融资占 8.8%。^③

（二）市场经济体制下浙江省融资结构的选择——直接金融与间接金融协调发展目标模式研究

经过近 20 年金融改革的实践，我们已逐渐认识到，浙江省过去融资结构的主要弊病之一是融资方式运用单一、融资办法僵化。所以，对浙江省现行融资结构的再构造应在前述直接金融、间接金融各自优缺点充分比较的基础上，并结合浙江省的实际，在不断完善发展和提高间接金融的前提下，采取一系列积极而有效的步骤来适度发展直接金融。既不能搞间接金融一统天下，排斥直接金融，也不能片面地认为直接金融有许多优点而简单地抛弃间接金融，改采直接金融方式或人为地压制间接金融，鼓励直接金融。前一种片面的办法有许多弊端，后一种则与现代金融潮流相悖，在实践中根本行不通。可见，在融资结构模式的选择中，最关键的问题是要协调处理好间接金融与直接金融的关系。协调和处理间接金融与直接金融关系的目标模式或浙江省融资结构的目标模式以间接金融为主、直接金融为辅，适度发展和完善直接金融，着重加强两者之间的协调与配合。

1. 要以间接金融为主我国实行的是社会主义市场经济，市场经济的发展需要银行等金融机构的不断发展。银行信用是间接金融的主要方式，以间接金融为主，就可以通过银行体系基本上调控全社会资金的分配与再分配，组织和协调全社会的融资活动，把后者置于国家宏观计划的控制和监督之下。同时，目前我国中央银行的间接调控机制还不太健全，急于大力发展直接金融，反而不利于宏观调控。另外，以银行信用为代表的间接金融是直接金融得以顺利发展的重要前提。比如，近年来我国公司企业间的商业信用有所发展，但信誉普遍较低、方向比较单一、流通范围比较狭窄，挂账信用多，票据信用发展迟缓。故商业信用本身的局限性，要求有银行信用的支持，使商业票据在未到期之前随时能到银行贴现，获取现款。这样，商业信用才能得到广泛而持久的发展。又如，各种前述股票、债券等直接金融工具，有的依靠银行和其他金融机构发行，有的需要银行认购。例如许多西方商业银行的二线准备金（指可以随时或在短期内变现的具有高度流动性的资产，如银行持有的短期国债）就是由各种有价证券构成的。故我国融资结构的目标模式必须以间接金融为主。

2. 要以直接金融为辅一国或地区的融资结构同其经济发展的程度有密切的关系。一方面，我国是一个发展中国家，大力发展直接金融的许多条件目前还不够完备。如人均国民收入按国际标准来说还相当低；企业 and 个人的金融素质普遍还不够好；金融市场的主要参与者——企业、银行等金融机构仍普遍缺乏动力、压力和活力。企业的自我约束机制和财务制度普遍不够健全；中央银行宏观调控机制还不够完备；各种企业、银行、金融市场方面的法规也还不够完备等，如一些基本的经济金融法律都没有出台，故使投机行为不能得到有效的抑制，投资者的利益得不到应有的法律保护。所以，我们必须充分认识到这些制约我国直接金融迅速发展的经济、政治、法律乃至人才等因素，对之不能要求过高、过急、过快，而只能在抓好基础工作的同时稳步发展。另一方面，也必须看到，10 多年的经济金融改革确实在一定程度上培育了直接金融在我国发展的经济基础。随着国家财政经济的发展，企业自主权的进一步扩大和个人收入的进一步增长，国家、企业和个人对直接金融的供给与需求都会逐渐增加。

[收稿日期] 1998-12-28

[作者简介] 1. 闻岳春（1965-），男，浙江余姚人，浙江大学金融与经贸学校教授，从事金融研究；2. 宠红学（1972-），男，浙江天台人，浙江大学金融与经贸学院研究生。

①该数字根据中国人民银行浙江省分行有关部门提供的资料推算而成。

②③有关数据源于中国人民银行浙江省分行金融管理处的有关材料。

④这些数字根据《中国金融年鉴》和《浙江金融年鉴》的有关资料计算而成。

⑤这些数字根据《中国金融年鉴》和《浙江金融年鉴》的有关资料计算而成。

⑥⑦⑧⑨⑩所涉及的数据均为根据《中国金融年鉴》和《浙江金融年鉴》的有关资料计算的结果。

⑪所涉及的数据为根据《中国金融年鉴》和《浙江金融年鉴》的有关资料计算的结果。

⑫该百分比根据《中国金融年鉴》(1996)的有关资料推算而得。

⑬该百分比根据《中国证券年鉴》(1996、1997)的有关数据推算而得。

参考文献

[1] 闻岳春. 我国企业债券发展的难点和策略[J]. 中国工业经济, 1997, (12).

[2] 浙江省股权融资问题研究[R]. 杭州: 浙江省计经委, 1995.

[3] [4] [5] 九十年代浙江证券融资问题研究[R]. 杭州: 杭州大学金融与经贸学院课题组, 1996.

[6] [7] [8] [9] 陈国平. 浙江证券市场现状与发展思路[J]. 杭州: 浙江经济, 1998, (3); 浙江省证券研究课题组. 浙江省证券融资的思路、目标与对策[J]. 杭州: 浙江经济, 1998, (3).

(责任编辑 陈双)