

发展金融市场与实现战略目标*

——以天津为例的分析

逢锦聚 蒋殿春 范小云

(南开大学 经济学院, 天津 300071)

摘要: 我国从中央到地方都制定了进入 21 世纪后的中长期经济社会发展战略。为实现宏伟的战略目标,措施有很多,其中发展金融市场是重要的措施之一。本研究报告以天津为例,运用计量经济的方法,对实现目标所需投资进行了预测,对融资的可能性和制约因素进行了分析,在此基础上,提出了发展金融市场、拓宽融资渠道、加强投融资力度的措施、建议。本研究报告的研究思路和方法,对同类问题的研究具有参考价值。

关键词: 战略目标; 投资需求; 融资; 金融市场; 政策建议

中图分类号: F832.7 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-4667(2003)04-0016-13

与国家全面建设小康社会的宏伟目标相适应,天津市已确定了新世纪前十年的奋斗目标和战略任务,总体的构想是分三步走:“第一步,到 2003 年底人均国内生产总值达到 3000 美元,实现全面建设小康社会的主要经济指标;第二步,提前 3 到 4 年,实现国内生产总值和城市居民人均可支配收入、农民人均纯收入分别比 2000 年翻一番,使经济总量和群众收入水平再上一个大的台阶;第三步,到 2010 年,人均国内生产总值达到 6000 美元,在全面建设小康社会的基础上,把天津建设成为现代化国际港口大都市和我国北方重要的经济中心,建立起比较完善的社会主义市场经济体制,成为全国率先基本实现现代化的地区之一。”^[1] 要实现这一战略目标,需采取许多综合措施,其中大力发展金融市场,拓宽融资渠道,加大投融资力度,无疑是重要的措施之一。本文对此进行初步的分析,并提出若干建议。

一 对天津市 2003—2010 年全社会固定资产投资需求的预测

投资是促进经济增长的重要因素之一,在经济增长方式由粗放型向集约型转变的过程中,虽然科技进步和劳动生产率的提高、体制创新等因素将发挥越来越重要的作用,但在天津市未来八年的经济增长中,固定资产投资的作用仍然举足轻重。特别是在社会总需求不足的宏观背景下,投资对需求的拉动,进而对经济增长的贡献就更为突出。因此,我们认为,尽管决定实现“三步走”战略的因

收稿日期: 2003-04-22

作者简介: 逢锦聚(1947—),男,山东青岛人,南开大学副校长,教授、博士生导师,主要从事市场经济理论与体制改革研究;蒋殿春(1965—),男,云南镇雄人,南开大学经济学院国际经济研究所教授、博士,主要从事金融经济学研究;范小云(1969—),女,山西平遥人,南开大学经济学院金融学系副教授、博士,主要从事国际金融研究。

* 本文为南开大学金融与经济社会发展课题组的研究成果,署名作者执笔人,课题组主持人为逢锦聚、马君潞、戴金萍、蒋殿春、李秀芳、范小云、姚立中参加了讨论。

素很多,但能否保证有足够大的投资支持力度,是能否实现战略目标的最重要因素之一。有鉴于此,在以下的分析中,我们将其他因素存而不论,而集中对我市固定资产投资需求进行分析和预测

(一)投资需求的影响因素

投资需求受多方面因素的影响,主要包括:

1. 固定资产更新的规模和速度 经济活动过程中损耗的固定资产需要用投资来弥补(这部分固定资产投资额应该等于各经济实体所提取的折旧额之和),固定资产更新越快即折旧率越高,规模越大,需要的投资越多。

2. 新增固定资产的需求和经济总量 人口的增长和社会经济的发展使最终消费需求不断扩大,市场需求持续增加,从而刺激各经济实体相应扩大供给能力。扩大供给能力必然需要增加固定资产的投入,从这一角度看,投资需求是经济发展过程中产生的内在需求,受经济规模和经济结构的制约。不言而喻,一个国家或地区的经济总量越大,投资需求也就越大。

3. 产业结构的变动 在农业社会,固定资产投资的数量比较小,一般仅限于小型农具和简单的建筑材料等。进入工业社会之后,社会化大生产对固定资产投资的需求量逐渐增大,尤其是工业化进程发展到一定阶段,即重化工业相对发达的时期,资金技术密集型产业逐渐占主导地位,固定资产投资就呈现出迅猛增长的势头。步入后工业社会之后,第三产业逐渐发达起来,在社会经济中所占比重上升。而第三产业所需要的固定资产从数量到形式都与制造业不同,而且其内部各行业的发展对固定资产的需求量也不尽相同。交通运输、商贸等行业的发展对基础设施的需求相对强烈,需要的投资量较大,而咨询、中介等社会服务业对固定资产的需求量较小。在 20 世纪 80 年代,天津市工业投资基本占到全市固定资产投资的一半以上,到“八五”末仍保持 48% 的比重。近几年来,由于逐步向后工业化社会过渡,工业投资的比重显著下降(2000 年工业投资的比重已降至 38%,较 1995 年下降了近 10 个百分点),全市工业投资的年均增长速度已由“八五”时期的 31.5% 降至“九五”时期的 4.5%。由此可见,产业结构也是影响固定资产投资需求的因素之一。

4. 城市化进程 大城市尤其是中心城市往往拥有较大的聚集与扩张效应,生产要素高度密集,各类生产、生活设施及基础设施的规模都相当庞大,对固定资产投资的需求也相应较大。一个地区是否拥有中心城市以及中心城市发展程度如何,对该地区的固定资产投资规模有很大的影响。天津市城市化水平相对较高,固定资产投资与城市化进程的关系相对密切。随着经济的发展和人口的增加,天津市各类文教卫生和市政设施的建设规模逐年扩大。1981 年全市基础设施投资仅 4.01 亿元,到 2000 年增长为 134.4 亿元,增长了 33.5 倍,其中“八五”和“九五”期间年均增速分别达 28.4% 和 24.0%。因此,在探讨影响投资需求的因素时,有必要把城市化进程也考虑进来。

(二)计量经济预测模型的建立和估计

在投资需求决定因素分析的基础上,我们对未来 8 年天津市固定资产投资需求进行预测的基本思路是:首先根据经济分析建立恰当的计量模型,并基于宏观经济的历史数据对相关系数进行估计;然后以已经确定的未来发展目标为依据,利用建立的计量经济模型对未来的投资需求进行预测。根据对决定投资主要因素的分析,表 1 整理了近 20 年来天津市宏观经济发展的相关数据。其中,GDP 是经济发展总量指标,城市人口(POP)变动反映了城市化发展速度,而第三产业增加值(G3)则在一定程度上反映全市产业结构的变化趋势。首先,我们对各变量进行相关性统计分析,它可以提供计量经济建模的直观依据。由表 2 可知,历史上天津市固定资产投资(TZ)与 GDP 和 G3 间的相关性非常高,与 POP 的相关性较低,从而可认为 POP 的变化仅是影响 TZ 规模的次要因素,在以下的回归模型中作为可忽略因素而舍弃。另一方面,因为 G3 与 GDP 的相关性也高达 0.997,为了避免出现多重共线性,G3 变量也未出现在回归模型中。

由于固定资产投资和国内生产总值间的相互依赖性,我们考虑选用向量自回归模型(VAR)方法建模,因为它避免了对这二者作任何单向的因果关系假设。此外,以该方法的分析,固定资产投资

和 GDP等经济变量的当前值同时依赖于它们的历史表现 ,所有变量均为内生的。我们认为 ,由于投资的累加性质 (存货、折旧需要等因素)及投资利润对未来投资的影响等因素 ,当前固定资产投资将依赖于往年的投资规模和 GDP水平 ;相应地 ,GDP也同样依赖于往年的 GDP和固定资产投资水平。因此 ,考虑用 V AR模型对天津市未来的投资规模进行预测是较为恰当的。

表 1 1980- 2002年天津市社会经济发展数据

年份	固定资产投资 (亿元)	GDP (亿元)	第三产业增加值 (亿元)	城市人口 (万人)
1980	23. 92	103. 52	24. 56	392. 62
1981	27. 60	107. 96	26. 01	400. 75
1982	35. 07	114. 10	27. 51	410. 70
1983	41. 58	123. 40	31. 69	419. 57
1984	48. 28	147. 47	40. 37	437. 09
1985	65. 90	175. 71	48. 53	445. 69
1986	71. 91	194. 67	55. 67	447. 05
1987	76. 44	220. 00	63. 41	454. 68
1988	82. 61	259. 64	73. 85	467. 38
1989	83. 88	283. 34	80. 61	476. 62
1990	87. 69	310. 95	104. 12	485. 44
1991	128. 95	342. 75	119. 08	490. 32
1992	169. 88	411. 24	150. 37	494. 80
1993	226. 56	536. 10	198. 23	499. 98
1994	315. 97	725. 14	274. 53	504. 03
1995	393. 18	917. 65	355. 68	507. 94
1996	435. 81	1099. 47	447. 44	513. 15
1997	498. 66	1235. 28	521. 97	515. 36
1998	575. 86	1336. 38	602. 35	521. 36
1999	567. 36	1450. 07	667. 13	528. 68
2000	608. 20	1639. 00	754. 27	534. 00
2001	705. 10	1840. 10	—	—
2002	812. 20	2022. 60	960. 00	541. 14

数据来源: 各年《天津年鉴》及参考文献 [2]

表 2 变量相关系数矩阵

	TZ	GDP	G3	POP
TZ	1. 000000	0. 995199	0. 989621	0. 847899
GDP	0. 995199	1. 000000	0. 997320	0. 844220
G3	0. 989621	0. 997320	1. 000000	0. 819450
POP	0. 847899	0. 844220	0. 819450	1. 000000

在选取了 TZ和 GDP作为 V AR分析变量之后 ,还要选择恰当的时滞系数。本来 ,固定资产投资的利润生成一般需要 3~ 5年的时间 ,而且我国长期以来经济规划一直是以五年为一个周期进行的 ,所以时滞取 3~ 5年较为合适。不过 ,由于我们获取的有效样本数仅为 22,时滞越大 ,损失的有效样本越多 ,模型误差也会加大 ;而且 ,1992- 1996五年间天津市 GDP增长速度超过了 19% (最大为 1994年的 35. 36%)。在一个时滞为 3~ 5年的 V AR模型中 ,这一期间超常的 GDP增长水平将会对整个模型带来相当大的影响 ,容易高估未来的 GDP和 TZ水平。所以 ,我们采用了一个折衷方法 ,选取时滞为 2的模型作为预测标准。另一方面 ,根据最大似然检验和赤池 (Akaike)标准 ,我们比较了 (TZ, GDP)和 (log(TZ), log(GDP))变量构成的模型 ,结果表明 ,后者经过对数处理的模型较为理想。模型的估计结果见表 3。

表 3 VAR估计结果

样本 (调整后): 1982 2002
调整起始值后的有效观察年份: 21
括号中分别为标准差和 t值

	LOG(TZ)	LOG(GDP)
LOG(TZ(− 1))	0. 981022 (0. 27172) (3. 61038)	0. 249174 (0. 13082) (1. 90465)
LOG(TZ(− 2))	− 0. 631630 (0. 26970) (− 2. 34197)	− 0. 046769 (0. 12985) (− 0. 36018)
LOG(GDP(− 1))	1. 263460 (0. 59723) (2. 11552)	1. 242633 (0. 28754) (4. 32153)
LOG(GDP(− 2))	− 0. 566418 (0. 40807) (− 1. 38806)	− 0. 472373 (0. 19647) (− 2. 40433)
C	− 0. 961534 (0. 53130) (− 1. 80977)	0. 438700 (0. 25580) (1. 71501)
R ²	0. 993295	0. 998152
调整 R ²	0. 991619	0. 997690
残差平方和	0. 147837	0. 034269
方程标准差	0. 096124	0. 046280
F值	592. 5529	2160. 819
对数似然值	22. 24205	37. 59159
赤池信息变量 (AIC)	− 1. 642100	− 3. 103961
施瓦兹变量 (SC)	− 1. 393404	− 2. 855265
依赖变量均值	5. 194352	6. 190687
依赖变量标准差	1. 049956	0. 962982
残差向量的协方差		6. 17E-06
对数似然值		66. 35345
赤池信息标准 (AIC)		− 5. 366995
施瓦兹变量 (SC)		− 4. 869603

(三)对未来固定资产投资需求的预测

下面 ,我们根据天津市确定的未来 8年经济发展目标 ,并依据上面建立的回归方程对 GDP增长速度和相应的固定资产投资规模进行预测

$$\text{LOG}(\text{TZ}) = 0.9810218214 \times \text{LOG}(\text{TZ}(-1)) - 0.6316303624 \times \text{LOG}(\text{TZ}(-2)) + 1.263459835 \times \text{LOG}(\text{GDP}(-1)) - 0.5664184758 \times \text{LOG}(\text{GDP}(-2)) - 0.9615341328$$

按照“ 三步走”战略中的第二步 ,天津市将用 6到 7年使国内生产总值和城市居民人均可支配收入、农民人均纯收入分别比 2000年翻一番 ,使经济总量和群众收入水平再上一个大台阶。

2000年 ,天津市国内生产总值是 1640亿元 ,除去价格因素 ,如果翻一番将是 3280亿元 ;城市居民可支配收入是 8141元 ,翻一番是 16 282元 ;农民人均纯收入是 4370元 ,翻一番是 8740元。按目标要求 ,提前 3年实现翻番 ,也就是说到 2007年实现比 2000年翻番 ,据此测算 ,GDP 7年平均增长速度是 10. 41% ;如果提前 4年翻番 ,GDP 6年平均增长速度是 12. 24%。

从“三步走”战略中的第三步来看,到 2010年人均 GDP达到 6000美元,如果人民币汇率不变,恰好是计划中 2003年 3000美元的两倍。如果天津市人口在未来 8年维持 20世纪最后 10年间 1.27% 的年均增长速度,这要求 2003- 2010年 GDP总量年增速维持在 11.8% 左右,在 2010年达到 5000亿元人民币。综合起来,按已经确定的目标测算,未来 8年内年经济增长速度约为 12%。

根据 GDP年增长 12% 的目标,表 4列出了未来 8年我市固定资产投资需求和 GDP的预期发展趋势。按照这一预测,天津市在 2003- 2007年 5年间,即从今年到“三步走”中第二步战略目标实现,共需固定资产投资约 5986.17亿元,年均 1197.234亿元;到 2010年“三步走”战略目标实现,共需固定资产投资约 11752亿元,年均 1469亿元。

表 4 天津市未来全社会固定资产投资需求的预测 (GDP年增长 12%)

年份	固定资产投资 (亿元)	年增长速度 (%)	GDP (亿元)
2003	922.35	13.56	2217.604
2004	1046.52	13.46	2449.551
2005	1182.99	13.04	2709.182
2006	1333.10	12.69	2995.819
2007	1501.22	12.61	3309.312
2008	1692.71	12.76	3649.857
2009	1911.87	12.95	4017.874
2010	2161.26	13.04	4413.928
2003- 2007总计	5986.18		
2003- 2010总计	11752.02		

图 1是固定资产投资和 GDP的实际值 (2002年前)和预期未来走势 (2003- 2010年)合成图。从中可以看出,我市全社会固定资产投资规模增长与 GDP走势基本相同。

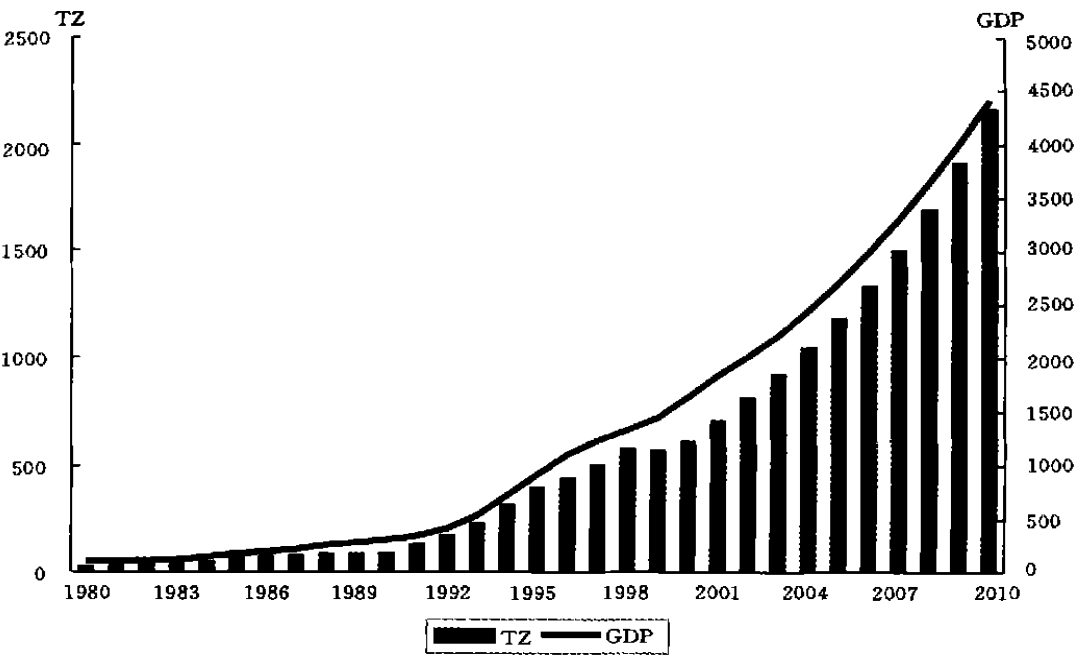


图 1 固定资产投资和 GDP 的实际值 (2002年前)和预期未来走势 (2003- 2010年)合成图

二、融资可能性及制约因素分析

如此巨额的投资从哪里来? 以下我们对天津市融资可能性及制约因素进行分析

(一)天津的基础及与兄弟城市的比较

过去多年特别是 2002年,天津市经济保持了快速的增长势头,GDP 财政收入、固定资产投资等增长速度都达到两位数,其中,GDP增长速度达到 12.5%,固定资产投资增长 15.1%,在京、津、沪、渝、穗五城市中分居第二、第三。但是,相对于其他大型经济发达城市,天津市的 GDP总量和固定资产投资规模偏小,在五城市中分别居第四和第五(见图 2 图 3)。

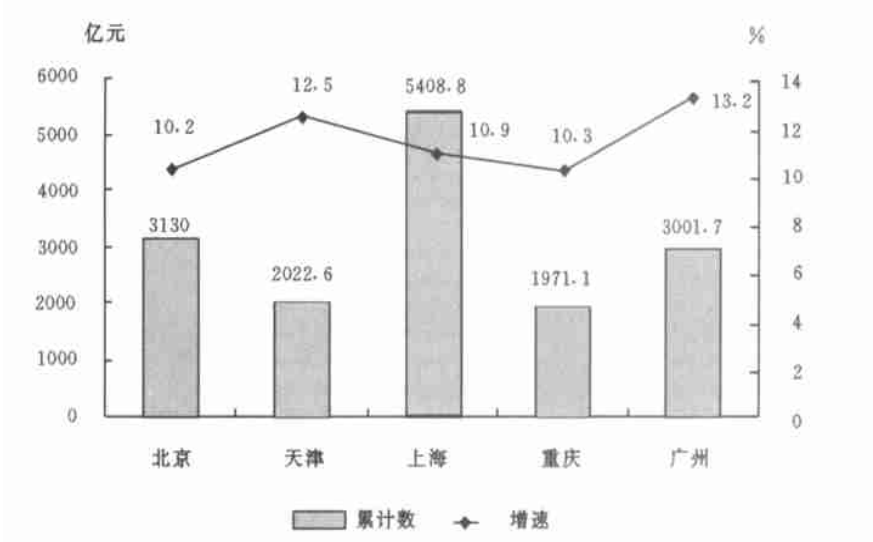


图 2 2002年京、津、沪、渝、穗 GDP状况

数据来源: 参考文献 [3]

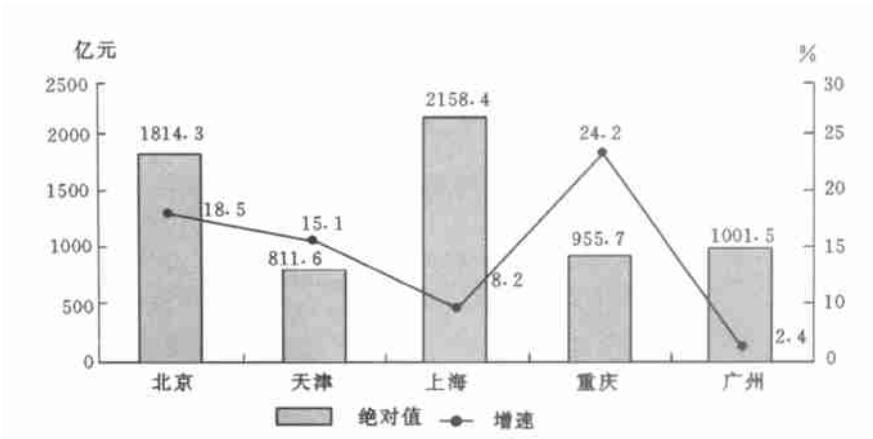


图 3 2002年京、津、沪、渝、穗固定资产投资状况

数据来源: 参考文献 [3]

(二)融资可能性及制约因素

1. 财政渠道 从财政总量看,应该肯定,天津市财政收入近些年有了突破性的快速增长,为支持 GDP增长和人民的的生活改善做出了突出贡献。财政收入 1997年为 169.12亿元,1999年超过

200 亿元, 2001 年突破 300 亿元, 2002 年达到 375. 8 亿元, 但从过去财政投资支出的总量及占 GDP 的比重看, 与全国总体状况和其他主要经济发达大城市相比较, 天津市财政支出占 GDP 的比重低于全国水平, 也低于其他三个直辖市, 相对于快速的 GDP 增长速度显得不足 (见表 5) 而 2003 年财政预算中的投资支出与投资需求相比, 更显得差额很大。

表 5 2001 年全国及京、津、沪、渝 GDP 与财政支出状况

	全国	北京	天津	上海	重庆
GDP 增长 (%)	7. 26	11. 2	12. 0	11. 0	10. 9
财政支出 (亿元)	18902. 6	559. 1	234. 7	708. 1	237. 5
财政支出 / GDP (%)	19. 7	19. 7	12. 8	14. 3	13. 6
基建、挖潜支出 / 地方财政支出 (%)	18. 5	23. 0	28. 0	33. 8	19. 2

数据来源: 参考文献 [4]

2003 年, 天津市财政收入总预算 428. 3 亿元, 比上年增长 14%, 减除上交中央财政 137. 0 亿元, 地方财政支出总预算 291. 3 亿元, 加上上年支出预算结余 14. 2 亿元, 财政支出总预算为 305. 5 亿元。其中, 基本建设、城市维护建设等建设性支出为 99. 2 亿元, 增长 24. 0%; 企业挖潜改造资金 27. 6 亿元, 增长 19. 3%, 两项相加, 共 126. 8 亿元, 约占固定资产投资需求数的 13. 73%。

从财政平衡状况看, 天津市始终坚持稳健的财政政策。1991—2000 年, 天津市财政收入年均增长 18. 5%, 地方财政支出年均增长 16. 6%。2002 年财政收支基本平衡, 略有结余; 而且, 2003 年的财政预算依然遵循这一思路。而北京市、上海市 2002 年则分别为赤字 60. 1 亿元和 158. 05 亿元 (见表 6)。这些情况说明, 天津财政规模偏小, 但增长很快, 前景看好, 如果适当调整财政政策的方针和收支平衡状况, 则财政在支持投资增长方面的作用尚有很大的余地和作为。

表 6 上海和北京地方财政收入、支出表 (单位: 亿元)

	地方财政收入	财政支出	赤字
上海 2001 年	620. 24	726. 38	106. 14
上海 2002 年	719. 79	877. 84	158. 05
北京 2001 年	507. 7	614. 9	107. 2
北京 2002 年	534	594. 1	60. 1

资料来源: 北京市、上海市统计公报

2. 企业内源性融资和民间融资 弗兰克林和道哥拉斯的研究表明 [2], 无论是市场主导型金融体系 (如美、英), 还是银行主导型金融系统 (如日、德), 除日本外, 企业留存收益是最主要的融资渠道, 其次为银行贷款。股票融资 (见下页表 7)。尽管对于后发的新兴经济来讲, 外部融资渠道也许比内部融资更快捷一些, 但企业内部融资仍然是重要而不可忽视的融资渠道 (见下页表 8)。从表 7 和表 8 中还可以看出, 发达市场经济国家一般注重内源融资, 而发展中国家则偏重外源融资。在发达国家, 由于金融市场发达, 金融创新迅速, 企业在选择融资方式时比较自由, 融资方式多样化; 而发展中国家外源融资中大多以银行贷款为主, 融资方式比较单一。一般认为, 正常的融资顺序应该是内源融资、债券融资、股票融资。

从我国情况看, 在经济发达地区的企业融资结构中, 内源性融资也是企业发展的重要的基础性资金来源。以江浙为例, 江苏省和浙江省都是以中小企业为主的省份, 浙江省的温州、台州地区, 民间资本雄厚, 内源融资相对充足。据有关部门对温州市 1995 年以来成立的 89 家中小企业进行的调查, 企业原始资本的个人私有率达 88. 7%, 到 2000 年, 被调查企业的平均资产负债率只为 42. 6%, 这对于企业的持续健康发展极为有利。

表 7 美、英、日、法、德 1970– 1985年非金融企业各融资渠道占总额的比重 (%)

项目	美国	英国	日本	法国	德国
留存收益	66.9	72.0	33.7	44.1	55.2
资本转移	0.0	2.9	0.0	1.4	6.7
短期证券	1.4	2.3	—	0.0	0.0
贷款	23.1	21.4	40.7	41.5	21.1
商业信用	8.4	2.8	18.3	4.7	2.2
债券	9.7	0.8	3.1	2.3	0.7
股票	0.8	4.9	3.5	10.6	2.1
其他	— 6.1	2.2	0.7	0.0	11.9
统计调整	— 4.1	— 9.4	—	— 4.7	0.0
总计	100.1	99.9	100.0	99.9	99.9

说明: 表中数字未经加权平均。

资料来源: 转引自参考文献 [5]

表 8 发展中国家 (地区) 企业融资比重 (%)

国别	年份	内源资金	贷款	外源资金	股票	其他
				债券		
韩国	1970– 1979	27.6	52.5	4.8	14.8	—
	1980– 1989	38.3	32.4	13.6	15.6	—
马来西亚	1986– 1991	58.8	36.8	—	1.8	—
泰国	1970– 1976	51.4	30.2	12.6	9.3	— 3.4
	1977– 1983	51.8	28.9	11.9	10.8	— 3.4
印度	1970– 1985	23.3	47.8	—	13.2a	1.1
中国台湾	1965– 1980	37.7	42.9	1.7	24.1	— 6.2
	1981– 1990	29.9	33.6	6.2	28.6	1.8

说明: a表示债券与股本总和。

资料来源: 参考文献 [6](p. 154) [7][8]

国家计委的调查表明,企业内部融资和民间融资,是这些地区中小企业融资的重要部分。在温州被调查的 190家企业中,发生过民间借贷和内部集资这两种借款活动的企业共有 176家,占 92.6%。根据江苏省 2000年有关统计数据整理的资料(参见表 9)可发现,在全省乡镇企业中,银行借款占负债总额的比重只有 23.56%,而且这个比重随着所有制性质的降低(按集体、私营、个体的序列)而递减,个人资本相当于银行借款的比例则上升。表 9在一定程度上反映了中小企业的融资渠道除银行借款外,主要依靠内部集资、民间借贷和企业应付款等。

表 9 2000年江苏省乡镇企业的有关数据 (亿元)

企业性质	总资产	负债总额	负债率 (%)	银行借款余额	银行借款 / 负债 (%)	个人资本	个人资本 银行借款 (%)
集体企业	3569	2274	63.71	573	24.98	187	32.56
私营企业	1395	898	64.35	198	22.00	290	146.75
个体企业	503	265	52.73	39	14.76	194	495.32
合 计	5467	3437	62.86	810	23.56	670	82.78

资料来源: 参考文献 [9]

除了江浙粤等少数省份外,包括天津市在内的我国大多数省市的企业内源融资部分缺乏有效的统计,我们只能尝试通过分析固定资产投资资金来源来说明这一问题

下页表 10给出了 2001年全国及天津市固定资产投资资金的来源构成,其中自筹份额相当于

内源资金、债券融资及股票融资的份额,从中可以看出,天津市包括内源资金在内的自筹资金的比重甚至比全国平均水平还低,表现出较差的自筹资金能力和较高的银行贷款依赖性。当然,同时也可以看出天津利用外资水平较高。

表 10 2001年全国和天津市固定资产投资资金来源构成(占总额的%)

	国家预算资金	国内贷款	利用外资	自筹资金	其他投资
全国	6.7	19.1	4.6	52.4	17.3
天津	2.3	21.9	15.8	46.5	13.5

资料来源:《天津年鉴》(2002),参考文献 [4][10]

3. 资本市场直接融资 直接融资的渠道可以有多种,企业债券融资、股票融资等都是市场经济条件下常用的形式。天津市企业债券融资比重很低,1991-2000年,累计发行企业债券仅有14.7亿元,因此,天津市直接融资渠道主要是股票融资。截至2002年末,天津市共有26家上市公司的29只股票在境内外上市。其中,A股22只、B股、H股、红筹股、S股各1只,香港创业板3只,累计融资137亿元多。同上海、北京、深圳相比,上海注册的上市公司共有140家,累计筹资近1100亿元,相当于天津累计融资额的约8倍;北京市股份制企业总数达到161980户,占全市在工商部门登记注册企业总数的63%,股份有限公司288家,北京地区上市公司达到89家,发行股票93只,其中A股70只、B股1只、H股11只、红筹股11只,通过境内外股票市场累计融资达1308.18亿元,相当于天津累计融资额的约9.5倍;截止2002年10月底,深圳上市公司利用证券市场融资累计已达589亿元,也约有天津融资额的4倍多。这些情况说明,天津市证券市场发育程度较低,上市公司数量和筹资水平低于上海、北京等同类发达城市,证券投资基金等各类融资产品和工具较少,与全市经济发展需要不相适应。这些情况也同时说明,天津在发展资本市场、利用资本市场融资方面有相当大的余地和空间。

还有一个值得注意的现象是,如果考虑到天津投资者购买非天津本地股票,天津市在从股市获得融资的同时,也有大量的资金从这一渠道流失。据统计,2001年底,天津共有21家境内外上市公司,24只股票,累积筹资121.57亿元,而天津投资者在证券营业部开立资金账户共91.38万户,客户资金余额74.11亿元,托管证券市值288.66亿元,客户资产总值362.77亿元^[10]。如果不考虑印花税、手续费等因素,天津市通过股票市场渠道实现的是资金净流出。

4. 金融中介融资(间接融资) 金融中介机构融资,主要是指通过银行和保险融资。在各种投融资渠道中,金融中介融资是重要的渠道,但受到的体制制约相对较多。具体到天津市,通过金融中介机构融资,既有同其他经济发达城市相类似的金融体制制约因素,也有相对于其他经济发达城市金融业发展滞后的特殊制约因素。具体表现在:

(1)天津金融机构数量和融资能力虽然增长较快,但与其他同类城市相比有较大差距。2002年前11个月,天津中外资金融机构筹措的资金同比增长95.91%,贷款发生额同比增长22.36%,保费收

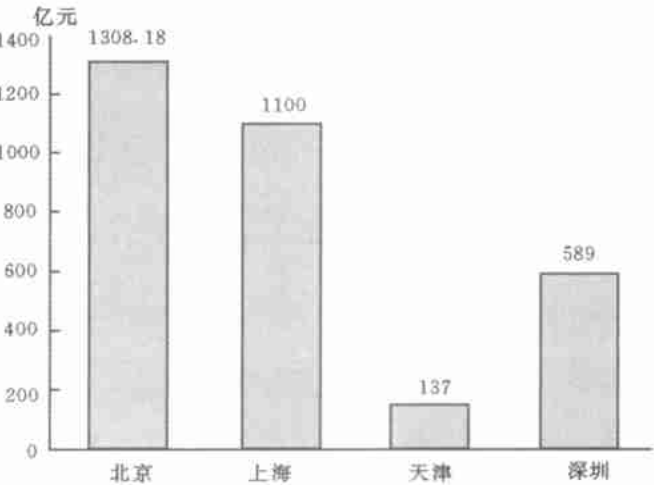


图 4 2002年底京、津、沪、深股票融资额比较
数据来源:《上海证券报》《中国证券报》《深圳商报》等,深圳数据截止2002年10月底。

入同比增长 65.29% [11],可以说,银行市场和保险市场在 2002年实现了跨越式发展。但尽管如此,与上海、北京、深圳等城市相比,天津市金融业的总体发展相对滞后,能够辐射到全国和北方地区的金融机构总部少,金融机构数量、融资规模、辐射能力以及金融业经营状况均与经济发达城市有差距,特别是没有全国性的天津商业银行。

(2)天津银行存贷款规模较小,增长缓慢,存贷差过大。同我国大多数地区一样,天津市直接融资所占比例较小,融资活动高度依赖银行的作用,而在银行中,四大国有商业银行又占有极大比重。2002年,京、津、沪、渝、穗五市金融机构存贷款平稳增长,存款比年初分别增长 25.8%、17.8%、24.7%、23.0%和 20.4%,贷款比年初分别增长 23.0%、15.3%、20.2%、16.1%和 20.7% (见表 11),相对于其他几个城市,天津存贷款规模小,增长速度也是最低的。从与上年同期相比的数据看,五市金融机构存款增量分别增长 27.7%、62.2%、46.3%、35.7%和 82.3%,贷款余额分别增长 42.8%、14.3%、37.3%、23.2%和 96.6% [3],天津市的贷款增速太慢。

表 11 2002年京、津、沪、渝、穗金融机构人民币存贷款情况

	北京	天津	上海	重庆	广州
金融机构存款余额 (亿元)	15392.7	3018.3	14035.8	2821	7498.4
金融机构贷款余额 (亿元)	9230.8	2519	10550.9	2244.7	5257.2
存款比年初增加 (亿元)	3161.3	455.7	2776.4	527.5	1270.5
存款比年初增加 (%)	25.8	17.8	24.7	23.0	20.4
贷款比年初增加 (亿元)	1724.4	337.7	1771.7	311.3	901.6
贷款比年初增加 (%)	23.0	15.5	20.2	16.1	20.7

数据来源:参考文献 [3]

此外,全国性的共同面临的问题是金融机构存大于贷,存在明显的“存差”。天津市从 1996年以来“存差”不断扩大 (见表 12)。这一方面反映了天津市经济发展状况良好,企业对银行依赖度相对降低;另一方面,也反映了银行储蓄转化为投资的机制不畅。但不论哪一种情况,都说明天津市在利用金融中介融资方面尚有充分的余地。

表 12 1996—2002年天津市金融机构存贷款情况

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
存款余额 (亿元)	1399.1	1635.0	1860.8	2060.0	2281.5	2562.5	3018.3
贷款余额 (亿元)	1357.4	1502.9	1629.1	1825.3	1863.6	2159.9	2519.0
存差 (亿元)	41.7	132.1	231.7	234.7	417.9	402.6	499.3

数据来源:参考文献 [10]

(3)商业银行对中小企业提供的融资支持不足,中小企业融资难的问题仍然突出。究其原因,首先是大部分中小企业自身管理不规范,资信水平低。据天津市商业银行调查分析,年销售收入在 200万元以下的贷款客户,不良贷款率高达 45.66%;200万元~500万元的,不良比率为 14.73%;500万元~1000万元的,不良比率为 5.81%;1000万元~5000万元的,不良比率为 7.49%;5000万元以上的,不良比率为 0.61%。从这些数据可以看出,贷款风险与经营规模呈负相关关系,商业银行为保证资金安全,不愿将贷款投放给中小企业。其次是商业银行现行的管理体制及其经营机制错位,信贷约束与激励机制不对称,导致商业银行“惧贷”心理严重。此外,中小企业贷款的抵押担保手续繁杂、收费高,从而加大了企业融资成本;信用担保机制不健全,担保机构少、资金匮乏,如天津市工商联与财政局组织的中小企业信用担保管理中心的担保基金仅为 4000万元;社会信用体系建设滞后等,都直接影响了银行向中小企业贷款的积极性。

5. 利用外资 天津市 1993—2001年,实际利用外资额年均增长 16.3%,2001年实际利用外资额 32.97亿美元,2002年协议外资额增长 25.3%,外商直接投资实际到位额增长 18.2%。跨国公

司增资势头强劲,在津投资的世界 500强企业累计达到 93家,外商投资回报率是全国最高的地区之一。新签约总投资 500万美元以上的大项目和协议外资额分别增长 1.1倍和 1.2倍^[12]。服务业成为招商引资新热点,协议外资额增长 1.4倍,沃尔玛、麦德龙、万客隆、欧尚等国际知名零售贸易企业来津展业,光大永明保险、恒安人寿保险、住房储蓄银行等合资合作金融机构总部落户天津。投资领域不断延伸,摩托罗拉(亚洲)物流中心开工建设, LG 霍尼韦尔等跨国公司在天津市建立了研发中心。2003年 2月份,全市新批外商投资企业 56家,同比增长 60%;新口径合同利用外资额^① 2.25亿美元,同比增长 429.1%;资金到位额 1.26亿美元,同比增长 155.3%。2003年 1-2月份,全市累计批准外商投资企业 146家,同比增长 64%;新口径合同外资额 4.81亿美元,同比增长 219.7%;资金到位额 2.17亿美元,同比增长 91.1%。从总体上讲,天津市利用外资融资规模和质量在全国居于比较领先的地位,这种势头如能保持,对弥补天津市内部资金供需缺口、实现未来的战略目标将非常有利。

表 13 津、京、沪、渝、穗利用外资状况比较 (2002年 1-6月)

	天津	北京	上海	重庆	广州
直接利用外资签订合同数 (个)	349	580	1342	63	339
直接利用外资签订合同金额 (亿美元)	26.21	20.70	52.17	1.41	19.03
实际利用外资 (亿美元)	18.05	28.50	23.25	1.76	13.59

资料来源:《天津统计月报》(2002年第 6期)。

三 关于发展金融市场、拓宽融资渠道、加大投融资力度的建议

基于以上分析,就发展金融市场、拓宽融资渠道、加大投融资力度提出如下建议:

1. 实行更加积极的财政政策,充分发挥财政作用

(1)扶植效益好的大型企业和企业集团,支持中小企业发展,严格税收征管,堵塞“跑、冒、滴、漏”,扩大税源,增加财政收入。

(2)调整目前的财政政策取向,实行更加积极的财政政策,增加支出,以加快基础设施建设,加大政府直接投资力度,同时配合以财政贴息、财政担保和财政参股等方式与民间资本、国外资金共同参与建设;争取市政债券发行的试点,适度发行政府债券。现有法律规定,只要经国务院批准,地方政府就可以发债,天津市应该积极争取成为开展市政债券发行的试点。

(3)积极争取设立符合国家产业政策扶植的大项目,以更多地争取中央财政支持。

2. 构建合理的政策平台,规划、引导、扶持发展大项目,充分吸引国内外投资

(1)要抓住目前国内外资金过剩,不少资本寻找投资机会的有利时机,制定出台一系列投资优惠政策和提供高效率的政府服务,增强投资环境的吸引力。

(2)把吸引资金与吸引人才、技术结合起来,在引进资金的同时,吸引高级人才和技术。

(3)规划好的项目吸引国内外知名企业来津发展。目前国内有大量的资金,国际上和中国港澳许多知名企业都苦于没有好的大项目而难以投资,市政府若能配合企业做好规划,确立和扶持大项目,将会吸引大量国内外资金。在项目设计和选择时,要特别支持和引导产业联动效应强的投资项目。

(4)加紧实施已出台的“两海战略”。要以“两海战略”的实施带动综合利用海洋资源和港口优势,筹划和建设一批大项目,发挥滨海新区的龙头作用,充分发挥港口、开发区、保税区的优势,尽快

① 2002年国家统计局和外经贸部调整外商直接投资统计口径,并于 2002年 10月实行。按照新的统计口径,外商直接投资的合同外资为:注册资本乘以外方出资比例加上合同章程中规定的企业投资总额内的由外方股东以自己的境外自有资金提供的境外贷款为合同外资额。

1994-2016 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

形成现代国际物流中心。

3. 深化企业改革,积极盘活资产存量,支持组建和发展大型国有集团公司,大力发展中小企业,积极发展个体、私营经济,增强企业自我融资能力

(1)深化企业改革,调整国有经济布局,积极盘活国有存量资产,对一些不能充分发挥效益的国有资产可以考虑出售和有偿转让。支持组建大型国有集团公司,增强其自我融资和自我发展能力。

(2)大力发展中小企业和个体、私营企业,实行制度创新,支持其自我融资和自我发展。温州中小企业的发展普遍形成了一种独特的内源融资制度安排,即企业对于股东资本投入的回报,也按照对外借款一样定期计付利息,利率参照民间借款(一般为法定利率的2~3倍),多为按季付息,用于股东个人和家庭的消费支出。在这样的制度安排下,年终分红(利息之外的盈余)一般都留在企业,为企业提供持续的内源融资。温州的做法对天津不无启发。

4. 加强资本运作,加大上市工作力度,扩大直接融资规模

(1)积极加大上市力度,围绕重点大型企业集团、城市基础设施项目及高新技术成果项目等,加速企业股份制改造,积极做好上市源的开发和培养工作。

(2)争取以符合条件的上市公司配股、增发新股等办法加大再融资。

(3)对于不符合再融资条件的上市公司,集中优质资产,通过兼并重组,增强其再融资能力。

(4)争取有更多的企业通过发行企业债券的方式扩大融资。

5. 着力金融创新,促进储蓄向投资的转化,提高直接融资的规模和质量

(1)通过企业制度创新和企业改革,提高企业的效益、贷款信誉和还款能力,促使银行乐于向企业贷款。

(2)创新贷款形式,增大银行对企业的支持。如我国一家公司筹资建造高速公路,委托南京民生银行和浦东发展银行向居民借款5亿元,期限3年,税前利率4%,结果很受欢迎,人们的投资积极性很高。这种做法,可以探索。

(3)要千方百计缩小目前较大的存贷差。

6. 进一步发展金融机构体系,搭建政府、银行、企业沟通平台,营造良好的金融环境

(1)天津市是我国加入WTO后第一批银行开放城市和第一批保险开放城市,我们应紧紧抓住机遇,进一步发展金融机构体系,积极争取新的机构总部和促进现有机构发展,尤其要推进组建滨海发展银行的各项筹备工作,同时要积极引进国际著名金融机构。

(2)应积极争取中央支持,将天津作为金融改革试验点。届时,我们可以探索开放民营资本加入金融业;率先试点利率市场化;组建中外合资基金、合作基金;加快金融创新步伐,探索组建产业投资公司;推进住宅抵押贷款证券化;探索开办离岸金融业务等。

(3)要搭建政府、银行、企业沟通平台,营造金融业发展的良好环境。如通过制定专门的优惠政策,减免有关环节的收费,切实减轻银行和企业的负担,以营造良好的信贷环境;建立健全社会信用体系,政府与金融机构形成共享的信用信息系统,以营造良好的信用环境;通过政府支持的市场运作方式,扩大我市担保公司的业务范围和担保规模,多渠道、多途径为中小企业提供担保,完善中小企业担保体系;建立金融服务办公室,加强政府对金融业发展的服务;建立金融机构集中服务区,如建立大型的滨海新区金融服务区,将其建成中国北方的“曼哈顿”。

7. 继续加大对外开放力度,进一步加大、提高外资引进规模和质量

要继续加大对外开放力度,继续发挥滨海新区的龙头作用,尽一切可能,把更多的项目、更多的资金、更多的人才、先进的技术和管理的引进来,把更多的产品推向世界,在更大的范围、更高层次上参与国际经济合作与竞争。

参考文献:

[1] 张立昌同志在市委八届三次全会上的讲话 [N]. 天津日报, 2002-12-28(1). .

[2] 戴相龙. 政府工作报告 [N]. 天津日报, 2003-01-27(1).

[3] 北京市统计局综合处. 2002年京津沪渝穗五市经济运行情况简析 [EB/OL]. 北京市统计信息网, [http //www. bjstats. gov. cn](http://www.bjstats.gov.cn), 2003-02-18.

[4] 中国统计年鉴 [Z]. 北京: 中国统计出版社, 2002.

[5] Franklin Allen and Douglas Gale, *Comparing Financial Systems*, MIT Press, 2000.

[6] 世界银行. 东亚奇迹——经济增长与公共政策 [M]. 北京: 中国财政经济出版社, 1995.

[7] 中国人民银行调查统计司. 积极有序发展直接融资 [N]. 人民日报, 1998-08-03(10). .

[8] Hubbard, R. G. , *Money, the Financial System and the Economy*, Addison- Wesley Publishing Company, Inc. , 1994.

[9] 国家计委经济政策协调司赴江、浙调查组. 江、浙中小企业融资与金融机构发展调查报告 [EB/OL]. 国研网, [http //www. drcnet. com. cn](http://www.drcnet.com.cn), 2002-12-13.

[10] 天津年鉴 2002[Z].

[11] 杜秋英, 周建初. 金融更趋市场化——加入世贸组织后的天津金融业 [N]. 金融时报, 2003-01-09(1).

[12] 李亚力. 关于天津市 2002年国民经济和社会发展计划执行情况与 2003年国民经济和社会发展计划草案的报告 [N]. 天津日报, 2003-02-08(6).

How to Develop Financial Market and Realize Strategic Objectives Case of Tianjin

Pang Jinju, Jiang Dianchun and Fan Xiaoyun

(The College of Economics, Nankai University, Tianjin 300071, China)

Abstract Mid- long- term socioeconomic development strategies have been made for the 21st century nationally and locally in China. One of the important measures to realize these great strategic objectives is to develop financial market. By using the method of econometrics in this study of the case of Tianjin, investment demand for the objective is predicted and possibility and restricting elements of financing are analyzed, so that the suggestions are made for the measures of developing financial market, multiplexing financing sources and strengthening investing and financing. It is advisable that the approach and methodology used in this report can be taken as general reference.

Key Words Strategic Objective; Investment Demand; Financing; Financial Market; Policy Suggestion