

清华大学 中国经济研究中心 研究动态

总字97期

2002年3月25日

储蓄资金如何进入资本市场

朱武祥 清华大学经济管理学院金融系

央行行长戴相龙在九届全国人大五次会议记者招待会上答记者问时指出“中央银行应该支持资本市场发展，我希望从近8万多亿储蓄分流一部分到资本市场。因为资本市场发展了，增加了资本金，产权更明晰，贷款风险就减轻了。资本市场发展11年来，从资本市场筹集了7000亿，我个人认为还应该更多一点。”不难理解戴相龙行长所指的资本市场实际上是股票市场。但鼓励储蓄进入股票市场是否妥当？储蓄资金如何进入资本市场？

一、高等级投资工具的强烈需求信号

尽管央行7次降息降低存款利率，居民储蓄额并没有下降，反而连年上升，说明本息的安全是广大居民金融资产投资的第一选择。与此同时，国债历次发行倍受追捧。据悉，2002年3月10日发行的三年期凭证式（一期）国债利率首次低于同期银行存款，但由于利息免税，每一万元投资收益增加121元。仅一天时间，北京各家银行网点就基本售罄，全国也都都很热销，已没有异地额度可调进京。说明在安全的前提下，居民投资自然追求收益最大化。8万亿储蓄既然已经成了储蓄，就意味着这些储蓄型投资者已经选择了安全的投资方式，可以在与银行储蓄相当的安全投资工具中转换，但要想让这部分资金轻易进入股票市场不太现实。除非随着居民收入增加，会把一小部分资金通过共同基金方式投资股票市场。

如何吸引更多地的储蓄资金进入资本市场？连续降息而储蓄不减，国债热销以及投资连接保险的投资工具受到欢迎等现象给出了一个明确的信号：安全的投资工具具有巨大的需求。由于储蓄型投资者追求安全前提下的高收益，并且不追求流动性，所以储蓄进入资本市场的领域首先应该是AA级以上的高资信等级债券市场，而不是风险较高的股票市场和条款比较复杂的债券市场。希望通过降息迫使储蓄型投资者处于储蓄痛苦状态而被迫进入股票市场是非常不明智的。AA级以上高等级债券基本上没有违约风险，国债只是其中的一种。目前我国资本市场缺乏与储蓄和国债的金融特性同类的高等级投资工具。因此，有必要开发其它非国债AA级以上的高等级债券，扩大高等级债券规模，增加储蓄型投资者安全的投资工具选择，把银行储蓄转化为资本市场上的高资信等级债券。

二、日益增加的高资信等级债券发行主体

长期以来，我国债券品种主要是国债，地方债券受到限制。国家本来希望鼓励企业债券增加企业直接融资途径。为此，建立了信用评级制度和评级机构，规定企业债券发行前，必须经有资格的评级机构进行评级。为控制支付风险，只允许发行A级以上债券。但由于发行主体、中介机构等参与者责任不落实，地方政府、企业和评级机构往往不管企业经营好坏，不管是否能够到期兑付，采用实际上不可靠的担保，使债券达到A级以上。另外，由于国有企业本身没有独立可执行的微观信用，债权人难以对企业进行及时有效的清算，债权人对企业清算的法律执行成本非常高，以往发行的A级以上企业债券大多数出现支付违约，而违约的企业债券支付责任往往从发行企业转移至债券的承销券商或者国有商业银行，从地方政府转移至中央政府，企业债券兑付的信用风险最终仍然由国家承担。因此，除以国家信用支撑的国债外，企业债券发行困难，难以形成信用等级名副其实的公司债券市场。

随着我国加入WTO，我国大多数竞争性企业面临严峻考验，包括国有企业和非国有企业，上市公司和非上市公司，近年内难以构成我国资本市场高等级投资工具的发行主体。一方面，大量的非上市公司在长期以来以银行为主的金融系统环境下，与其资产的现金流状况相比，普遍过度负债，已经形成了高财务风险的财务结构，正在进行资产重组和债转股。而上市公司呈现出经营业绩整体显著下降的态势，同样需要进行战略重组，增强可持续发展的竞争能力。因此，大多数竞争性行业中的企业短期内难以成为长期、高等级投资工具的发行主体。

但我们已经具有高等级债券的来源。

1、经济发达城市或地区的市政债券，以及收益稳定、具有特许经营权的公用事业债券。

近年来，为拉动内需，国家大规模发行国债支持各地的公用事业建设项目，例如，高速公路、城市供水、污水处理等。为控制风险，以国家信用和国债替代地方政府和公用事业企业信用及其债券，限制地方债券是必要的。但实际上，近年来，经济发达地区或其城市经济发展已进入良性循环，例如，上海、深圳、北京等，具备发行高资信等级债券的经济条件，可以支持本地的公用事业建设日益增加的资金需求。

另一方面，我们经常看到，地方政府把那些收益稳定、具有特许经营权的基础设施项目向外商招商，并且向外商承诺14%-18%的收益率。这样高的稳定收益受到境外投资者的追捧，肯定也会受到国内储蓄型投资者的欢迎。为什么不能向国内储蓄型投资者开放这一投资？只要承诺8%—10%的收益率就可以吸引大量的储蓄型投资者，使他们既是公用事业产品或服务的消费者，又是公用事业的投资者。既降低了公用事业投资的资本成本，又给储蓄型投资者提供了安全的投资工具。

已经上市的公用事业公司和业绩稳定的蓝筹公司也是高等级债券的发行主体。由于债务现金流出的法律责任及约束强，经营现金流比较稳定、自由现金充裕、而且相关投资机会少的收益型公用事业上市公司，业绩稳定的蓝筹公司，为寻找新的利润增长点，参股高科技概念等股票市场追捧的投资机会。以往在人民银行连续7次降息、债务融资成本已经明显低于股权融资的条件下，仍然采用配股或增发新股等股权融资方式，或可转换债券，而不选择长期债务。企业上市以来，负债率逐年显著下降，形成与其现金流充裕、稳定的地位不匹配的股权资本过度、财务保守的资本结构。迫使这些上市公司发行高等级长期债券来回购国有股，可以给储蓄型投资者提供高等级债券投资机会，又有助于治理这些公司自由现金流投资不当的问题。

2、城市中高收入家庭住房抵押等不动产和汽车等耐用消费品抵押贷款证券化

资产证券化是指将一组流动性较差的金融资产经过一定的组合，使这组资产所产生的现金流收益比较稳定并且预计今后仍将保持稳定，再配以相应的信用担保，把这组资产所产生的未来现金流的收益权转变为可在金融市场上可流动、信用等级较高的债券型固定收益证券的过程。参与组合的金融资产在期限、现金流收益水平和收益的风险程度方面都可以不同。证券化的实质是融资者将被证券化的金融资产的未来现金流收益权转让给金融投资者，而金融资产的所有权可以转让，也可以不转让。

家庭住房等不动产和汽车等耐用消费品抵押贷款日益增加。其证券化对我国资本市场发展不仅仅具有西方资本市场上的资产证券化所具有的全部金融意义，例如，重新分配信用，增加流动性，提高资本市场资金的风险配置效率，而且还具有更为特殊的价值。它可以在我国企业投资等级信用严重不足的环境下，把中高收入家庭的消费信用转换为投资等级投资信用，构建我国资本市场名副其实的投资等级微观信用基础及其金融工具，使我国资本市场的信用基础从国家层次转换为非国家的微观层次，实现信用发现、转换和微观主体化的功能。既解保险资金投资需求之渴，又填有效的投资等级信用基础之缺。并有助于加快与微观信用相关的法律制度、市场秩序建设和中介服务业的发展。

三、投资中介

储蓄型投资者可以直接投资高等级债券，也可以通过专业的高等级金融中介间接投资。特别是，有必要允许银行为储蓄型投资者开设高等级债券投资账户，减少由储蓄到高等级债券市场投资过程中资金流动的麻烦，方便投资者；同时，更有助于商业银行利用储蓄型投资者对银行的信任，参与日益增长的高等级固定收益证券市场，在传统的通过存贷业务获取有风险的利差的经营和收益模式的基础上，逐渐增强商业银行在高等级证券领域的投资管理功能。

(版权所有，转载、转摘请与本中心联系)

主办：清华大学中国经济研究中心
地址：清华大学经济管理学院中楼302

联系电话：(010) 62789695
邮 编：100084

[返回](#)