

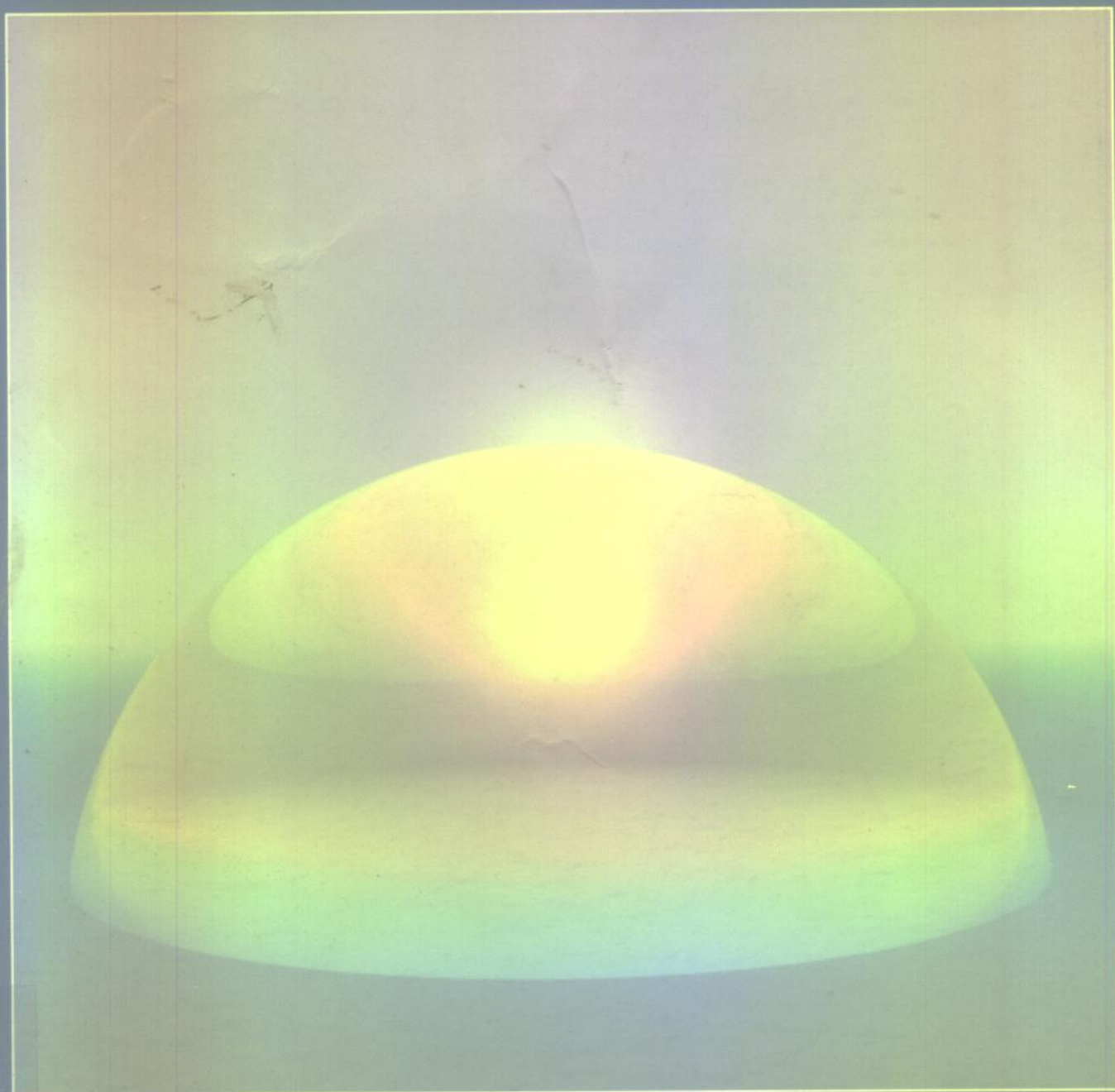


大鹏证券研究丛书

世纪之交的中国证券市场

CHINA'S SECURITIES MARKET AT THE TURN OF THE CENTURY

陈玉萍 主编

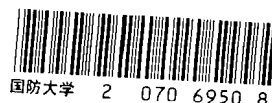


 经济科学出版社

世纪之交的中国证券市场

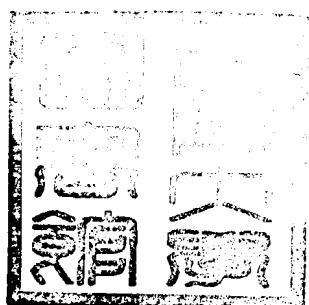
中国社会科学出版社





世纪之交的中国证券市场

陈玉萍 主 编



经济科学出版社

责任编辑：刘海燕
责任校对：孙 昉
版式设计：周国强
技术编辑：姬建辉

世纪之交的中国证券市场

陈玉萍 主编

社址：北京海淀区万泉河路 66 号 邮编：100086

出版部电话：62630591 发行部电话：62568485

经济科学出版社出版、发行、新华书店经销

网址：www.esp.com.cn

电子邮件：esp@public2.east.net.cn

(版权所有 翻印必究)

深圳当纳利旭日印刷有限公司印刷

880 × 1230 毫米 16 开 24.75 印张 700000 字

1999 年 8 月第一版 1999 年 8 月第一次印刷

印数：0001-4000 册

ISBN 7-5058-1852-X/F · 1318 定价：80.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

图书在版编目 (CIP) 数据

世纪之交的中国证券市场 / 陈玉萍主编. - 北京: 经济科学出版社, 1999.8

ISBN 7-5058-1852-X

I. 世… II. 陈… III. 资本市场-中国 IV. F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (1999) 第 34564 号

GDZ 65/40
22

主要编写人员名单

主 编：陈玉萍

副主编：张小奇

编 委(以姓氏笔划为序)：

曲俊生 邹 平 张悠金 唐 勇 徐海焱 郭来生 蒋顺才

研究人员名单(以姓氏笔划为序)：

马金良 田军伟 代 炜 叶颂韶 李 军 李 梅 李 硕
曲俊生 邹 平 陈东胜 陈焕永 张志刚 沈 彤 杨 刚
杨兵兵 林小明 林 田 林 勇 周立峰 昌志华 侯开照
郭来生 唐 勇 高声敢 徐海焱 袁程武 崔玉芹 蒋顺才

编 辑：孙冬年

作者力求文中内容及资料准确、公正，但难免有错漏之处，恳请读者谅解指正。文中内容只代表作者本人的观点和看法，仅供读者参考，作者及出版单位概不承担任何法律责任。

The writer endeavors to seek accuracy & fairness for content & information of the article. In case any error & omission occurs, the writer requires reader's forgiveness & correction. The content of the article only represents writer's personal point of view. it's for reader's reference only. No legal responsible will be borne by the writer & the company.

代 序

券商融资与“乘数效应”

大鹏证券有限责任公司董事长 徐卫国

随着证券市场的规范化与规模化发展,我国券商业务发展呈现出两项重要变化:一是各项业务的运作周期呈现出由短期转向长期化趋势;二是创新业务加速发展,基金管理、购并业务等逐步成为券商业务的重要分支。券商业务发展的这两项重要变化,对券商融资能力、融资规模以及融资结构提出新的要求:一是券商融资的期限需求由短期趋向长期;二是券商融资的规模需求要与证券市场扩张速度相匹配;三是券商融资的结构需求要与券商业务多元化趋势相协调。而券商在既无合法融资渠道,又不能违法挪用客户保证金的情况下,面临的主要选择是:一是压缩传统业务规模,减少业务创新投入;二是为顺应业务周期长期化趋势,以短期融资弥补长期资金不足。这两种选择无助于提升券商资本运作效率和盈利能力,更为严重的是,从长期发展来看,两种选择都会导致券商业务的急剧萎缩,并进而使证券一、二级市场的发展陷入停顿或倒退,整个证券业的发展也因此陷入机制性衰退的恶性循环,券商融资与证券市场发展之间的这种互动关系在1998年曾经一度显现。

因此对于证券市场的长远发展而言,赋予券商合法的融资渠道并非仅仅简单地体现为给证券市场注入了巨额的增量资金,更为重要的是,从此证券业与我国金融市场体系之间再度重新构建紧密联系,券商发展与金融市场运行之间的良性互动关系将成为未来我国证券业发展的主基调。

一、券商业务发展与融资缺口量化分析

券商资金缺口为资金需求与资金供给之差。目前我国券商的资金供给渠道主要有:净资产、隔夜拆借、场内国债回购。在上述三条融资渠道中,仅参与同业拆借市场隔夜拆借一项可以给券商带来增量资金,但由于受到拆借期限以及拆借资金用途的双重限制,券商基本甚少采用这一渠道进行融资。目前我国90家证券公司的资产总规模约达2055亿元,资本规模约为197.55亿元,构成现阶段我国券商主要的资金供给来源;券商资金需求主要来源于证券承销、自营与经纪三大传统业务,近两年来金融创新业务如证券投资基金及基金管理公司的发起业务、收购兼并等在券商融资需求结构中也逐步占据重要地位。

(一) 证券承销业务资金需求量化分析

1996~1998年,我国共有523只新股发行,共为企业筹集资金2124.58亿元。其中1998年,沪深两市共发行新股222家,证券募集总金额为840亿元,有50余家证券经营机构参与了证券主承销业务,平

均每家机构主承销金额为 16.8 亿元，高于券商平均资本规模 8.2 倍。

表 1 1996~1998 年我国券商一级市场证券承销业务概况 (单位: 亿元)

年 份	新股发行家数	配股家数	筹集资金总额	新配股主 承销商家数	每家券商平 均承销家数	每家主承销商 平均承销金额	每家新、配股 平均筹集金额
1996	188	*	349.52	42	4.5	8.32	1.84
1997	215	110	939.06	55	6	17.07	2.85
1998	120	157	840.14	50	5.5	16.80	3.05
合 计	523	267	2124.72	147	16	42.19	7.74

表 2 1996~1998 年排行前 20 名券商证券承销情况 (单位: 亿元)

年 份	证券承销金额	市场占有率	平均每家券商承销金额
1996	225.1	64.3%	11.26
1997	672.6	71.6%	33.63
1998	603.5	71.8%	30.16
合 计	1501.2	70.7%	75.05

由以上两表可以看出，在券商三项传统业务中，证券承销业务具有占用资金量大、资金使用周期长（承销期为 90 天）的特点，特别是随着近两年来证券承销风险的加大，券商中长期融资能力已经发展成为决定其一级市场占有率高低的重要性因素。

1998 年，证券承销业务排行前 20 名的大中型券商每家承销证券金额平均高达 30.16 亿元，高于 20 家券商平均自有资本规模达 4.09 倍（排行前 20 名的券商资本规模达 147.5 亿元，平均资本规模达 7.37 亿元）。大中型券商必须将自有资本全额使用，才能保证每年的证券承销业务顺利进行。但由此导致的后果是，券商自营业务、经纪业务以及其他创新业务的资金需求将面临巨大的融资缺口。

(二) 证券自营业务资金需求量化分析

1998 年我国二级市场股票交易额为 23544 亿元，假定所有券商自营证券交易额占二级市场交易总额的 10% 左右，则券商自营证券交易总额为 2354 亿元左右。根据现有法规规定，我国券商自营证券规模不得超过净资产额的 80%，因此目前我国 90 家券商可用于证券自营业务的资金总额约为 160 亿元左右，即券商自营资金每年只有达到近 15 倍的资金周转率，才能在二级市场交易份额中占 10% 的比重，起到机构主体的作用。显然 15 倍的资金周转率不仅远高于我国股票交易市场 7 倍左右的周转率水平，而且也不利于证券市场的稳定发展。《证券法》实施后，仅有少数综合类券商有资格从事自营业务，在保持券商证券交易额维持 10% 市场份额不变，并将券商自营资金周转率降至略低于市场平均资金周转水平的情况下，券商自营资金规模应不少于 336 亿元左右。

(三) 其他业务资金需求量化分析

《证券法》拉开了券商之间购并重组的序幕，而收购证券营业部成为目前券商围绕分业经营所进行的竞争最激烈的领域，目前券商营业部的收购成本低则 500 万元，高至数千万元，如果一家券商每年收购 5 家营业部，则最少需要投入资金近 2500 万元，甚至上亿元，这笔投入无论对于经纪类券商还是综合类券

商而言,都是一笔庞大的长期投资,如无长期融资渠道支撑,基本都难以维继。

此外,随着近年来券商基金管理、购并等创新金融业务的发展,券商融资需求呈现出多元化趋势,据有关资料统计,1998年就有120家新上市公司兼并重组了277家国有企业,涉及金额逾千亿元,假定券商为上述购并企业提供10%的购并融资,则需投入资金逾百亿元。随着今后国企改革力度的不断加大以及券商购并业务的深入开展,券商购并业务的融资需求将呈现明显上升趋势;截止至1999年6月21日,深沪两市共有12只证券投资基金及10家基金管理公司投入运作,涉及证券经营机构发起人37家,投入资金总额达13.12亿元,尽管目前这笔资金投入占券商自有资产的比重尚可忽略不计,但预计随着证券投资基金、风险投资基金以及中外合资基金等新品种的规模化与专业化发展,券商基金业务的资金需求将大比例提高。

(四) 500余亿元的资金缺口要求赋予券商合法融资渠道

通过以上对券商业务融资需求的简要分析,初步可以得出目前我国券商各项业务的融资需求约为700余亿元。而券商拥有的资金供给总额仅为200亿元左右,可见目前我国券商的资金缺口约达500余亿元,其中从事综合业务经营的大中型券商所面临的资金缺口占券商资金缺口总额的绝对比重。

200余亿元的券商自有资产,支撑着每年数百家上市公司的近千亿元的证券融资需求、支撑着证券市场稳步发展的需求、支撑着逾万亿元国有资产的存量调整需求。因此赋予券商合法的融资渠道,已不仅仅是券商自身生存与发展的需要、更是保持我国国民经济以及证券市场健康、平稳发展的迫切需要。

二、券商融资成本的分析与比较

根据《证券法》及有关政策规定,券商享有负债经营的合法权利。1999年6月15日《人民日报》特约评论员文章首次明确的券商合法融资方式包括:进入银行间同业拆借市场进行不超过7天的同业拆借;在银行同业市场上进行国债回购业务;符合条件的券商以自营证券作质押向商业银行申请抵押贷款;符合条件的券商可以发行债券。以上4种融资方式对于券商而言,各有侧重,功能不同,券商在具体应用中不仅需要考虑业务发展需要,还必须对不同融资方式进行成本分析与比较,进行有效的资产负债管理以及风险控制管理:

方式一:在银行间同业拆借市场进行不超过7天的同业拆借

根据现行有关规定,目前券商在银行间同业拆借市场进行的融资仅限于隔夜拆借,月息为3.85%,尽管低于同期银行贷款利率水平,但由于受融资期限短、融资用途固定两项因素限制,目前券商尚基本很少在同业拆借市场进行隔夜拆借。

新规定将券商同业拆借的时间期限由1天延长至7天,根据目前同业拆借市场利率水平,月息不超过4‰,由于这种方式对于券商是一种无需抵押的信用融资,只要办理好进入银行间同业拆借市场的有关手续,每笔具体拆借业务进行起来相对简便易行,因而可以满足券商中短期资金需求。从短期来看,券商可借此缓解交易头寸不足状况;从中长期来看,券商可以通过每周操作、以新还旧,由单纯的短期资金来源转变为中短期融资,满足券商业务周期不断延长的需求。由于这种融资方式的成本约为年利率5%左右,仍然略低于同期银行贷款利率水平,且不需要券商以其他资产作为抵押,因此券商通过这种方式融通中短期业务资金,不失为一种可取之道。

方式二:在银行同业拆借市场中进行国债回购

国债回购是当前券商融资的主要手段之一,但目前券商只能通过深沪证券交易所进行为期3天、7天、14天、28天、91天、182天的短期融资,而商业银行由于受分业管理和银行资金不能违规流入股市

的政策限制,不得进入证券交易所进行国债回购,从而使得证券交易所国债回购市场的资金供应受到限制,因此国债回购利率波动较大,通常回购年利率一般在5%以内,而在资金需求高峰期,如证券一级市场新股发行期间,3天、7天期国债回购的年利率经常高达10%~20%。

允许券商进入银行同业市场进行国债回购业务后,有助于稳定国债回购利率,降低券商通过银行同业市场国债回购进行融资的成本。但在具体运作过程中,由于券商通过证券交易所进行国债回购具有方便快捷的优点,预计券商进行为期3天、7天国债回购等短期融资将仍然以证券交易所为主,而进行为期14天~1年的中长期、大规模国债回购融资则将会以银行同业市场为主。

方式三:符合条件的券商以自营证券向银行抵押融资

在允许券商以自营证券作质押向商业银行申请抵押贷款的融资方式中,由于券商向银行申请抵押贷款的程序比较复杂,从立项申请、资信调查、逐级上报、审批下达、证券冻结到资金拨付,周期比较长,估计会超过1个多月,因此这种融资方式一般只有在券商需要获得长期资金的情况下才会加以运用,而用于解决短期资金需求则会欲速则不达。在该种融资方式下,抵押贷款的年利率一般不超过6%(6个月~1年期的银行贷款利率为5.85%,1~3年期贷款利率为5.94%),因此券商在决定是否采用这两种方式进行融资时,须考虑以下两个因素:一是如果对欲质押的自营证券直接进行冻结,被冻结证券在冻结期内不能买卖,那么被券商用于质押的将是非流通的证券(如法人股)或暂不流通的证券(如法人股转配部分、暂停上市的流通股),才有利于券商盘活其存量资产;二是如果对欲质押的自营证券不直接进行冻结,只对欲质押的自营证券的账户进行冻结,允许账户内的证券进行买卖,而禁止账户内的证券的转托管、再抵押或资金的转移,若贷款到期券商不履行还本付息的义务,贷款的商业银行就有对被冻结账户的处置权,虽然这种方式有利于券商融通资金进行短期炒作,然而由于商业银行在监管被冻结账户的具体运作中存在诸多困难,导致潜在金融风险的增加,因此银行一般不倾向于采用后一种抵押贷款方式。在这种情况下,券商在证券抵押融资方式中,在对抵押证券的种类进行选择时,一般宜以未流通股或暂不流通股抵押为主,在为券商获取长期资金融通的同时,也有利于盘活券商的存量资产。

方式四:符合条件的券商发行债券进行融资

批准符合条件的券商发行债券,为券商敞开了又一扇直接融资的大门,对券商的业务开展将具有重要的推动作用。预计券商发行债券的条件将会比较高,且必须得到证监会和人民银行的双重批准,券商运用债券融资方式时必须经过严格复杂的审批程序、相对较长的发行期和发行程序。同时,按照现行有关法规规定,券商债券融资的利率浮动区间为同期存款利率的20%~40%,发行手续费一般为2.5%。通过综合比较可以看出,在4种券商融资方式中,债券融资的成本相对最高。但对于券商而言,债券融资方式的最大优点是融资期限长、融资规模大,更能顺应目前我国券商业务周期长期化、业务发展多元化趋势,因此债券融资方式比较适合综合类券商中规模大、信誉高、经营好的券商采用,但不适合作为所有券商的常规融资手段。

三、券商融资的“乘数效应”与证券市场发展趋势

券商融资渠道的顺畅,不仅将推动我国券商发展进入新阶段,而且将对我国证券市场的未来发展产生深远影响。

(一) 券商融资的“乘数效应”与证券一、二级市场的“扩张效应”

在四项融资渠道中,证券抵押融资具有典型的“乘数效应”,证券抵押融资的“乘数效应”是通过抵

押证券与融通资金之间的循环使用实现的。假定当证券抵押融资的抵押比例被确定为抵押证券的流通市值的 60% 时,则证券抵押融资所产生的资金乘数为 2.5 倍,即券商的资金规模将通过“乘数效应”扩大为初始投资规模的 2.5 倍,如果券商以 10 亿元自有证券资产进行抵押融资,该券商最终可以利用的资金总量将达 25 亿元。相应地,如果将上述资金全部投入一级市场,则一级市场的规模可以在现有基础上扩张 2.5 倍。

更为重要的是,券商证券抵押融资“乘数效应”的这一作用机制,将通过资金与证券这两个金融工具的传导与扩散,在同业拆借、国债回购以及债券筹资方式中产生同样的乘数效果,从而使券商融资能力及业务规模得到双重扩张,并进而推动我国证券一、二级市场形成更加显著的“扩张效应”,彻底扭转目前股票二级市场强弱走势单向影响一级市场筹资功能的局面。

券商融资“乘数效应”对于证券一、二级市场“扩张效应”的作用机制是:证券一级市场的功能实现及规模化扩张,要求券商必须具有长期稳定的融资能力配合,而在券商的四条融资渠道中,证券抵押具有中长期性、持续性融资的特点,将成为券商开展证券承销业务的主要融资渠道。而券商用于抵押融资的证券主要来源于流通性较强的包销证券和自营证券。在抵押融资中,券商融资能力的实现在很大程度上取决于抵押流通证券的二级市场中长期表现,一般情况下,抵押融资比率与抵押证券的流通市值正相关,即二级市场证券价格的涨跌,决定券商融资能力的高低,并进而影响证券一级市场融资规模的大小及融资功能的实现,一、二级市场之间具有同步“扩张效应”。

即使在一、二级市场之间利差收窄、券商承销风险加大的情况下,券商仍可以运用发行企业债券等中长期融资方式,充分履行其证券承销功能,保障证券一级市场的平稳运行及规模扩张。

(二) 券商融资、市场发展与政策调控

影响证券公司融资能力的因素主要分为两类:一是内部因素,主要指券商的资本实力和资本运作能力等;二是市场因素,主要指市场利率、抵押比率等因素。由于券商融资的“乘数效应”与证券市场之间的“扩张效应”紧密相连,因此,管理层通过影响决定券商融资能力的外部因素,即可达到调控证券市场中长期发展趋势的政策目的。

在启动证券市场时,证券市场管理者可以通过降低券商融资成本、放宽券商中长期融资限制,引导券商运用发行企业债券、证券抵押融资等中长期融资渠道,为证券市场注入长期、稳定的增量资金。

而在市场过热时,监管部门则可以通过公开市场操作、提高券商融资成本等方式,调控通过券商融资途径流入证券市场的增量资金,保持证券市场的良性发展。

随着券商多种融资渠道的开通,货币政策、财政政策等宏观调控手段将逐步成为影响我国证券市场发展的主导政策。

四、券商融资在我国金融深化过程中的重要作用

现代金融机构所面临的金融市场应该是健全完善的借贷市场和发达活跃的证券市场的统一结合。流通过属性是包括间接融资和直接融资的金融资产具有的基本特征。对券商开放拆借市场和以自营证券向商业银行进行抵押贷款融资,将会在各金融机构间建立起资金正常运转的桥梁,资金将在更为真实的价格下、在更为广泛的范围内实现自由配置,这意味着我国金融市场运行机制的进一步完善。一批规范经营和资产质量良好的券商介入到货币市场后,可以充分发挥其在资本市场运营的经验 and 优势。在时机成熟时,全面参与政府短期国债、商业票据、银行定期存单、特种金融债券等货币市场短期有价证券投资,这将有利于促进我国发展相对滞后的货币市场的进一步完善。因此从金融深化和宏观金融调控的角度来看,其意

义远比为券商提供融资渠道本身更为深远。

(一) 有助于完善货币市场的基础性市场功能和促进金融机构的短期资金融通

全国同业拆借市场是在中国人民银行直接组织与监管下的金融机构间基础性货币市场。市场交易过程中由中央国债登记结算有限责任公司提供债券托管和结算服务,进入市场的金融机构按照统一的交易及结算规则,进行同业拆借、债券买卖和债券回购。货币市场是一国基础性金融市场,各类专业金融机构均应成为货币市场参与主体。对合乎条件的券商逐步开放国内货币市场,将会极大程度地提高金融机构介入拆借市场的深度和广度,有助于整个金融系统短期资金融通配置的优化。

1996年全国建立了以商业银行为参与主体的统一的同业拆借市场,由中央和地方两层交易网络构成。而券商、保险公司则暂时被排除在拆借市场之外。1998年,全国银行间拆借市场共运行254个交易日,总计成交989.58亿元,日均成交3.90亿元,较1997年同比减少76.25%。市场拆借量大幅萎缩。主要原因是信息及资金供需主体的不对称,鉴于不断完善和统一国内货币市场的内在要求,中国人民银行先后批准8家外资银行在上海的分行和国内的保险公司同进入全国同业拆借市场,并可从事债券买卖业务。这次批准券商进入全国同业拆借市场,为全国银行间市场增添了新的金融机构,无疑又是中国人民银行有步骤地建设统一货币市场的又一重大举措。批准券商加入全国同业拆借市场,可以购买在全国同业拆借市场上市交易的各种债券,通过债券买卖调节其资产结构,其意义不仅在于使券商的资金运用有了一个安全、高效的新渠道,而且也有助于促进全国银行间货币市场上债券交易的活跃。

市场上各交易主体对资金流动性、收益性的不同要求是同业拆借市场和国债回购市场形成的基础。券商加入银行间国债交易市场后,一方面可以享受到比现有国债回购成本更低的融资服务,对券商自身的发展有好处,如果允许券商加入拆借市场,券商凭有价证券作抵押,不仅可以减少拆借市场的风险,而且大大提高了拆借市场的需求,对拆借市场的发展将会起到积极的推动作用;另一方面对促进形成全国统一的国债回购市场也将起到重要的促进作用。有助于我国货币市场的基础性市场功能的发挥,因此是我国一系列深化金融改革措施的重要组成部分。

(二) 表明管理层正在努力使券商从单纯的市场中介向金融市场运行主体转变

随着《证券法》的出台以及全国统一的证券监管体制的最终确立,我国券商在规范运作、内部管理方面已经日臻完善,并已形成了一个规范运作、资产质量良好、赢利能力强的券商群体。应该看到作为资本市场的主体和灵魂,券商在整个金融市场的作用日益明显。近年来我国资本市场规模不断扩大,券商的资本金规模、融资能力却没有得到与资本市场的同步增长,为保证我国证券市场的正常运行,为券商提供相应的市场环境和配套政策,参与国内基础性金融市场已是市场发展的内在要求。这次对券商开放拆借市场和以自营证券向商业银行进行抵押贷款融资,弥补了券商作为专业金融机构在融资体系中长期存在的体制性缺陷和症结。与此同时管理部门溯本清源,清退券商代客户保管的证券进行回购、现券交易及其他交易所占用的客户交易结算资金。无疑是按照市场化原则和金融机构内在机理理顺券商融资架构的重大举措。

这次对券商开放拆借市场和以自营证券向商业银行进行抵押贷款融资,是从市场发展和券商业务的正常开展的内在需要出发的,不会对我国现有的金融监管模式造成冲击。券商作为与商业银行一样实施资产负债比例和风险管理的专业金融机构,其与其他金融机构存在市场功能定位及分工的不同,但不应剥夺其作为金融机构参与国内基础性货币市场的资格。打开券商对国内货币市场的进入壁垒,是国家对近两年券商在资信标准、内控制度、行为规范管理等方面取得明显提高的充分肯定,而且有助于理顺央行与各类金

融机构间的正常关系。这一举措同时表明管理层对金融业“分业管理、分业经营”有了更深层次的认识,即逐步认识到券商的业务范畴和其作为专业金融机构所介入的市场的原则性区别。从另一方面讲,表明管理层对券商的管理理念发生了转变,即以规范、管理为主向对其进行培育、发展为主转变;意味着国家正在努力使券商从单纯的市场中介向金融市场运行主体转变。而且券商对国内货币市场、抵押融资市场介入程度的不断加深,将有助于使其真正成为国家金融宏观政策的调控主体。

(三) 为中央银行实施市场化金融调控和监管创造了市场环境

完善的金融市场和健全的金融体制是央行实施货币政策、防范化解金融风险的关键环节,我国的货币市场迫切需要打破分割,建立起有内在联系、互为参照、彼此联动的国债回购市场和同业拆借市场,券商的加入有助于在国债回购市场和同业拆借市场之间、货币市场与资本市场之间发挥桥梁作用。

据中国国债交易登记公司的统计,至1998年底,银行间债券市场可交易的债券超过40种,债券存量超过1万亿元。债券回购的最长期限也由原来的120天延长至1年。金融机构间市场债券交易运行良好,银行间债券回购交易的发展在客观上为央行实施公开市场操作提供了条件。1998年之后,中央银行数次通过债券回购交易,进一步推动货币公开市场操作的发展。对券商开放拆借市场和以自营证券向商业银行进行抵押贷款融资,将有助于使同业拆借和债券回购利率更准确地反映了中央银行货币政策和各类金融机构的头寸情况,将使我国货币政策的导向日益市场化。从另一角度讲,也有助于中央银行采取市场化手段对各类金融机构和国内资本正常流动的监督、管理、调控。

金融资产的定价应是由市场决定的。在货币政策和财政政策的协调下,金融市场中可以进行交易的债券的数量越全、参与的交易主体越多就更有利于市场利率的准确反应。应该说,在存款利率和贷款利率这两个我国货币市场的最主要利率被严格管制的情况下,国债回购市场的利率和同业拆借市场的利率是我国目前最接近市场化的利率,对券商开放拆借市场参与7天之内的资金拆借和1年内的各种期限的回购品种融资,有助于更准确反映短期资金市场的市场利率;券商以自营证券向商业银行进行抵押贷款融资,与商业银行在证券抵押贷款的期限、利率上直接对接自行商定,在很大程度上实现了中长期资金的市场定价,这些举措无疑有助于整个利率体系市场化的进程。

从金融全球化发起趋势来看,各主要工业国和许多新兴国家与地区放松了对金融业的管制,使国际货币市场和资本市场融为一体。各金融机构间的业务分工日益模糊,相互交叉。金融资产加速证券化,新的金融产品大量涌现。我国金融市场最终要对国际市场开放。面对全球金融自由化、金融业务的大融合的金融形势,国内金融市场无疑需要更为成熟、更为市场化的调控环境和制度基础。解除不必要的金融管制,对证券、保险、投资基金等非银行金融机构提供与国有银行相同的市场环境和生存条件,给各类金融机构提供“国民待遇”和公平竞争的制度基础及机制,有利于巩固近年来金融业改革的成果,提高我国金融业的整体竞争能力和防范金融风险的能力,完善国内金融体制,维护金融安全。准许各类金融机构(包括外资银行)进入拆借市场应被视为此类改革措施的组成部分。证券公司应牢牢抓住此次历史性机遇,充分利用自身金融资源优化资产结构、提高资金流动性和使用效率,加强自身修养和业务能力,为我国金融市场的开放和长远发展作出应有的贡献。

1999年6月

目 录

代序 券商融资与“乘数效应”	(1)
----------------------	-------

第一篇 券商发展

1. 券商发展的市场主体论和市场中介论 ——券商发展制度安排和政策供给的一个来源和方向	(1)
2. 我国证券公司开展资产管理业务的探讨	(7)
3. 我国综合类券商与经纪类券商相互转换问题研究	(18)
4. 狂沙吹尽 何处觅真金 ——1996~1998 年我国券商一、二级市场综合竞争力分析	(37)

第二篇 宏观分析

5. 需求政策的效率和目标 ——关于宏观经济政策及其分析的几点思考	(59)
6. 消费需求与经济增长的实证分析	(68)
7. 解读1999 年政府工作报告 ——宏观经济政策评析	(76)
8. 香港联系汇率、资产价格和经济增长	(81)
9. 经典理论支持的实用计策 ——评香港 1999~2000 年度财政预算案	(86)

第三篇 市场观察

10. 政府债券的国际比较	(91)
11. 对冲基金：挑战与希望并存	(101)
12. 中国国债市场历史及现状	(106)
13. 1998~1999 年国债市场评析	(112)

14. B股市场及其投资机会研究	(119)
------------------------	-------

第四篇 公司研究

15. 深科技调研报告	(129)
16. 苏威孚调研报告	(136)
17. 风华高科调研报告 (一)	(144)
18. 皖维股份研究报告	(154)
19. 锦州石化研究报告	(160)
20. 浦东大众调研报告	(169)
21. 大唐电信调研报告	(175)
22. 清华同方调研报告	(188)

第五篇 行业透视

23. 金戈铁马、红旗漫卷 ——美国高科技网络股市场发展综述	(197)
24. 高科技互联网络股的中国展望	(207)
25. 网络, 从神话走向现实	(215)
26. 我国计算机软件行业研究报告	(221)
27. 行业前景广阔 发展道路曲折 ——对涉足生物技术产业上市公司的综合分析	(236)
28. 交通运输行业研究报告	(246)

第六篇 热点追踪

29. WTO 雪拥蓝关	(273)
30. 《证券法》对中国证券市场各主体的影响透析	(281)
31. 当前我国上市公司购并重组的主要特征	(290)
32. 1998 年沪深上市公司资产重组绩效实证分析	(302)
33. 定向募集公司职工股投资分析报告	(309)
34. ST 股票风险收益实证分析	(319)

第七篇 专题报告

35. 市盈率与市场容量变化的关系 ——理论与实证	(329)
36. 流通市值变化与指数变化的相关性	(334)
37. 我国上市公司行业发展特征的财务指标评价	(339)

38. 东边日出西边雨	
——1998 年上市公司现金流量分析	(348)
39. 大珠小珠落“玉盘”	
——上市公司 1998 年配股募集与投向实证分析	(355)
40. 利润与现金：道是无关却有关	(362)
41. 新股发行投资收益的实证分析	(366)

CONTENTS

Securities Companies' Financing and Its "Multiple Effect"(Preface)	(1)
---	-------

Development of Securities Companies

1. Market's Main Body Theory and Market's Intermediary theory on Development of Securities Companies	(1)
2. A Study of Assets-Management Business in China's Securities Companies	(7)
3. A Study of the Change between Brokerage Companies and Comprehensive Securities Companies	(18)
4. An Analysis of Overall Competitiveness of China's Securities Companies in Primary Market and Secondary Market From 1996~1998	(37)

Macroeconomic Analysis

5. Efficiency and Goal of Demand Policies Some Thoughts on Macro-economic Policies and Their Analysis	(59)
6. Positive Analysis on Consumption Demand and Economic Growth	(68)
7. An Explanation on 1999 Government Works Report	(76)
8. A Study of Exchange Rate peg system, Assets Price and Economic Growth of Hong Kong	(81)
9. Pragmatic Strategies grounded Classical Theory —— Review on Hong Kong 1999~2000' Financial Budget	(86)

Market Observation

10. An International Comparison of Government Bonds	(91)
11. Hedge Funds: Challenge and Hope	(101)
12. History and Status Quo of China's T-bill Market	(106)
13. An Analysis of T-bill Market in 1998~1999	(112)
14. Research on B-share Market and Its Investment Opportunities	(119)
