

中国

证券市场面临的机遇与挑战

主编 沈沛
副主编 许均华 李启亚



经济科学出版社

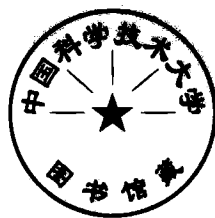
0104327

F832.5

23

WTO: 中国证券市场 面临的机遇与挑战

主 编 沈 沛
副主编 许均华 李启亚



经济科学出版社

责任编辑：刘海燕
责任校对：孙 昉
版式设计：代小卫
技术编辑：董永亭

WTO: 中国证券市场面临的机遇与挑战

主编 沈沛 副主编 许均华 李启亚

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京海淀区万泉河路 66 号 邮编：100086

总编室电话：62541886 发行部电话：62568485

网址：www.esp.com.cn

电子邮件：esp@public2.east.net.cn

北京博诚印刷厂印刷

河北三佳集团装订厂装订

850×1168 32 开 9.75 印张 250000 字

2000 年 3 月第一版 2000 年 3 月第一次印刷

印数：0001—5000 册

ISBN 7-5058-2119-9/F·1511 定价：26.50 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

图书在版编目(CIP)数据

WTO:中国证券市场面临的机遇与挑战/沈沛主编.
北京:经济科学出版社,2000.3

(南方证券研究丛书)

ISBN 7-5058-2119-9

I.W… II.沈… III.经济一体化-影响-证券市场
-研究-中国 IV.F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2000)第 16785 号

序 言

DIS2/2402

经过 13 年的艰苦谈判，“黑发人谈成了白发人”，中国终于走到了 WTO(世界贸易组织)的大门口。

加入 WTO 对中国有着重大的历史意义。与 1978 年的十一届三中全会、1992 年的邓小平同志南巡讲话相并列，加入 WTO 被视为自改革开放以来对中国影响最大的三件大事之一，它将长久而深刻地影响我国的社会经济和人民生活。

十一届三中全会启动了中国的改革开放。但是，从一开始，中国的改革开放就带有强烈的“摸着石头过河”的性质，而并无详尽的理论指导和实施方案，一旦走得不顺，随时可能失败。1992 年，在改革开放出现波折，人们不知何去何从时，邓小平同志发表了南巡讲话，以其英明和睿智，重申改革开放方向，使中国避免了走回头路。

任何改革都不可避免地要带来利益关系的调整，所遇到的阻力因而会十分巨大。要克服阻力，我们需要为改革开放提供足够的动力。加入 WTO 正好为改革开放提供了理想的动力源。一旦加入 WTO，中国将按照国际规则办事，一切向国际标准靠拢，改革开放有了制度上

的保证。“国际化”将持久而有力地推动中国向前迈进。

并且,在 20 来年的对外开放中,我们主要是把人家请进来,中国企业并没有真正走出去。相对来说,加入 WTO 将使中国不仅请人进来,还要走出去,到国际市场上去与世界同行竞争。这是更高层次的对外开放,它将使中国与国际社会联系得更加紧密,以新的姿态屹立在世界的东方。

WTO 是目前协调国际经济贸易关系的三大支柱之一。它与国际货币基金组织和世界银行比起来,其作用更为广泛,人们称其为国际经济贸易的“联合国”,现有 100 多个缔约国及 30 多个执行其规定的国家和地区,协调着全世界 85% 以上的贸易额。加入 WTO,在如此广阔的市场上施展能力,我国企业必将迎来无限的商机。同时,由于我国与世界经济发展的差距,加入 WTO 也会对我国国民经济和众多的行业、企业带来挑战。

证券市场是国民经济的先行指示器,加入 WTO 不可避免地要对证券市场产生重要影响。特别是在这次加入 WTO 的谈判中,中国对开放金融作出了颇大的让步,金融开放的速度势必比预想的要快得多。加入 WTO 后,中国证券市场将面对巨大的冲击。

作为中国证券市场中的一员,我们不能对即将到来的风险和机遇视而不见,而必须认真地进行研究,知己知彼,以迎接挑战。奉献于尊前的这本著作,就凝结了我们南方证券有限公司对中国加入 WTO 的思考,它是在 WTO 冲击面前的初步回应,尽管这种思考可能还嫌粗

糙。我们期待以这些思考,求教于关注中国的前途和命运的“您”。让我们并肩携手,迎接挑战,走向未来。

南方证券有限公司董事长 沈 沛

2000年1月

目 录



第一章 走向国际资本市场的大舞台	
——加入 WTO 对我国证券市场的影响	1
第二章 国内券商如何应对“入世”	
——加入 WTO 对我国券商发展的影响	19
第三章 期望与现实之间的抉择	
——加入 WTO 对我国宏观经济的影响	35
第四章 入世后的中国“钱途”	
——加入 WTO 对我国银行、保险业的影响	57
第五章 “入世”后国内纺织业前景展望	
——加入 WTO 对我国纺织业的影响	79
第六章 挑战与机遇并存	
——加入 WTO 对我国农业的影响	103
第七章 同一起跑线上的中国 IT 产业	
——加入 WTO 对我国信息产业的影响	128
第八章 WTO 能否使“中国牌”汽车上驰上坦途	
——加入 WTO 对我国汽车工业的影响	153
第九章 期待保护的中国石油化工业	
——加入 WTO 对我国石化行业的影响	175

第十章	勇立贸易自由化的潮头	
	——加入 WTO 对我国外贸行业的影响	200
第十一章	家电大国:走向产业升级	
	——加入 WTO 对我国家电行业的影响	224
第十二章	从“大炼钢铁”到“精炼钢铁”	
	——加入 WTO 对我国冶金行业的影响	272

第一章 走向国际资本市场的大舞台

——加入 WTO 对我国证券市场的影响

WTO 以市场经济为全部架构的基础,以国际自由贸易为目标。这必然要求我国现有经济体制中的许多基本构件将与之相适应,国内一些产业将因关税降低和配额取消而受益,也有一些受国内高关税和许可证制度保护的产业将由于取消许可证和降低关税而面对国际竞争的压力。国际经济法律效力将向国内延伸,并引起连锁反映。毫无疑问,加入 WTO 对我国证券市场将不可避免地会产生多方面的影响,加入 WTO 所带来的宏观经济的变化、产业结构的调整、为适应 WTO 而进行的法律、政策、制度的调整,都将对证券市场发生深刻的影响。这些影响将随着入世日程表的逼近而不断深化。

一、对中国宏观经济的有利影响,将促进证券市场更加繁荣

尽管加入 WTO 对国内部分产业将产生巨大的压力,但不可否认,中国经济将从加入 WTO 中获得收益。据权威机构预测,与假设没有中国参加的乌拉圭回合情形相比,在 2005 年,中国的实际 GDP 将提高 1.53%,居民消费上升 0.58%(这是自由贸易为消费者带来的利益),投资将增加 1.75%。中国加入 WTO,对外贸

易将有更大的扩张,出口和进口将分别增长 26.9%和 25.8%。同时,加入 WTO 将会使中国因比较优势而重新配置资源且获得很大的效率收益* 加入 WTO 意味着中国将进入新一轮更高层次的改革开放,将在较大程度上促进中国经济的进步和结构的升级。

作为国民经济的“晴雨表”,证券市场直接反映宏观经济的景气状况。证券市场的繁荣与衰败都是由宏观经济的景气度决定的。国外证券市场发展的历史表明,股价指数与 GNP 或 GDP 的相关性是极高的,在整个 20 世纪 80 年代,美国、加拿大、英国等主要国家股票指数与 GNP(或 GDP)的相关系数一般在 0.9 左右。充分表明了股票市场与宏观经济运行的一致性。当宏观经济向好时,证券市场则繁荣高涨,形成牛市;当宏观经济不景气时,证券市场则低迷疲弱,转为熊市。因而,加入 WTO 对中国宏观经济的有利影响将对中国的证券市场,特别是股票市场是强有力的长期的利好因素,有利于中国证券市场走向繁荣。

加入 WTO,必然使中国经济出现新的增长特征,结构调整会更加明显,一些劳动力密集型产业会获得重新发展的机会,比如,纺织、服装行业将因“多纤维协定”的逐步废除而极大地提高出口竞争力,其中纺织品出口将增长 63.8%,而服装出口增长将提高两倍。部分资金密集型产业(如汽车、石油加工业等)将面临较大竞争压力,将促使这些行业的企业扩大经济规模,这些行业的企业数目会不同程度地减少,因贸易自由化促进竞争的效果,使这些行业从整体上获得效率收益。那些曾经受到进口配额保护的部门,如粮食、棉花、羊毛,因竞争力弱而可能发展放慢。服务业(如金融、保险)的开放,国外金融机构、中介服务机构进入国内市场,使得服务业的竞争将会更加剧烈。加入 WTO 对行业的不同影响将直接渗透到证券市场,对投资理念、股价结构将产生不同程度的影

* 参见国务院发展研究中心课题组《入世后的中国经济前景》,载《中国证券报》1999 年 11 月 17 日第五版。

响。更重要的是,为迎接国外高科技产业的竞争,我国将加强对高科技产业的扶持力度,借鉴国外的成功经验,充分利用资本市场,加大高新技术企业的直接融资比例,放宽高新技术企业发行股票和上市条件,使中国股市中真正形成高科技板块。

二、加速我国证券市场的国际化进程

加入 WTO,将加速我国证券市场国际化步伐,具体表现在:

1. 证券业的对外开放,会令越来越多的国外投资银行进入中国证券业。国际资本也将通过中外合作基金,或控股国内金融企业等多种形式逐步进入中国证券市场

入世的协议内容包括了国内证券业的开放,国外成员国将被允许在我国设立证券经营机构,并逐渐扩大经营范围。当然,开放国内证券业与开放国内证券市场是两个不同的概念,前者是指允许国外券商参与国内证券业务,属于服务贸易范畴,归世贸管辖;而后者指允许国外投资者自由买卖国内证券,属于资本项目范畴,归国际货币基金组织 IMF 管辖。目前,我国人民币在资本项目下尚不能自由兑换,估计在今后几年内仍将不会放开人民币在资本项目下的自由兑换。原因在于,过早实现资本项目下的人民币自由兑换,将对中国金融业的稳定形成较大威胁,1993 年墨西哥资本项目实现自由兑换,导致美国资本大量涌入,1994 年底又因美资的大量撤离而令其货币大幅贬值,造成金融风暴的发生。1997 年泰国发生的金融危机也与其资本市场过早地全面开放相关。日本 1964 年实现经常项目下的货币自由兑换,经历 16 年以后才实现资本项目下的自由兑换。我国在 1996 年才实现经常项目下的人民币自由兑换,因此,资本项目将依然受到管制。由于国内证券市场全面开放是以人民币在资本项目下的完全自由兑换为前提的,因此,入世并不意味着国内证券市场的全面开放。

但证券业的开放,对中国证券市场将发生很大影响,一是外国

投资银行大量进入中国,对现有国内投资银行形成较大的竞争压力,因为国外投资银行无论在规模上,还是在经验上,都比国内投资银行具有较大的优势,他们将在国内设立分支机构,并有可能收购国内券商,以扩大其在中国的业务。他们介入中国证券业务后,可能会在一定程度上削弱国内投资银行的市场份额,但另一方面,会促进国内投资银行加大兼并收购的力度,加快增资扩股的步伐,壮大自身的实力;会加快中国证券市场在法律体系、制度建设方面向国际惯例方向迈进,从而使中国证券业在国际竞争压力下走向成熟。二是国外投资银行、跨国公司、和其他金融机构,可能通过控股国内企业的方式或其他途径,间接进入国内证券市场,对国内证券市场造成一定程度的直接影响,使中国证券市场逐步受到国际资本的渗透。

2. 国内与证券相关的法律、法规、制度等将逐步适应 WTO 的原则与规定,向国际惯例方向发展

我国国有企业的改革已经进入关键阶段,国有企业改革的成功越来越离不开证券市场,在一定程度上推动了证券市场的发展。而知识经济时代的到来,高新技术产业的发展,都需要依靠证券市场发挥其融资功能和资源配置功能。这一切,都使得证券市场的作用日益突出。由于证券市场是一个高风险场所,为了防止投机风险、提高运作效率,必须健全法律制度和市场竞争规则。美国在吸取 1929~1933 年经济危机的教训后,产生了美国历史上第一部证券法,使美国证券市场步入了真正的法制化阶段。最近一二年间,我国在证券法规建设方面取得了很大成效,出台了《证券法》,将股票发行上市额度制改为核准制,允许三类企业和保险公司进入证券市场,批准了多家券商的增资扩股,扩大了市场需求力量。但我国目前证券市场的发展仍处在初级阶段,许多方面仍然在摸索之中,比如对市场主体行为的规范,对信息披露、投资者利益的保护等制度仍不够完善。加入 WTO,对外开放中国证券业务,必将推动我国证券市场向法制化方向迈进,加快我国证券市场规范

化的进程。

3. 由于加入 WTO 使中国经济与国际经济联系更加紧密,中国经济增长与国际经济增长的关联度加大,使得中国证券市场在价格波动上也会受到国际市场的影响。从而提高证券市场对宏观经济的敏感度,加速证券市场走向成熟的步伐

股市是国民经济的晴雨表。从股市与宏观经济的关联情况看,此种结论已被各国证券市场发展的历史所证明。但随着经济结构的不断变化,金融业在国民经济中的作用的加强,以及金融资产结构中股票比例的不断上升,使得股市与宏观经济的关联度更加紧密。股市从“晴雨表”功能基础上逐渐演变成为影响和左右宏观经济的一个重要因素。股市景气本身能在一定程度上拉动需求,刺激经济增长。股市通过价格发现功能,推动经济结构、产业结构的调整。相反,如果股市长期低迷,则使投资者对经济前景产生悲观情绪,压制市场消费心理,不利于推动各项经济政策的实施,使经济衰退时间延长,并进入恶性循环。另一方面,低迷的市场上,股价对未来投资价值反映呆滞,投资人看重当前回报率,不利于股市发挥价格发现功能,从而影响产业结构的调整,影响新兴产业的筹资,延误新兴产业发展的机遇。正因如此,欧美政府在制定利率等重大政策时,显得十分谨慎,以免造成股市的巨大动荡。

我国股市因成立时间较短,各种机制尚不健全,特别是机构投资者在市场中的地位不够突出,股市的基本功能还没有充分发挥出来,比如,股市对宏观经济的敏感度还不高,股价并不能真正反映企业的发展潜力。加入 WTO,不仅使中国经济与国际经济的联系加强,而且,中国证券市场也将受到国外主要证券市场的多方面的影响,促使其更加灵敏,并有效地反映宏观经济的走向和上市公司业绩。

4. 有助于完善证券市场的积极功能

一般认为,证券市场的主要功能是筹资、资源配置及推动国有企业改制,而对于资源配置功能,理论界及实际操作者,都认为社

会资源必须向效益高的产业或企业流动。以此作为理论基础,我国股票上市条件明确规定,股票上市的条件之一是,公司必须保持上市前三年连续盈利。无可否认,鼓励社会资源向效益好的企业分配,是资源有效配置的重要体现,上市公司的连续盈利,是保证证券市场平稳发展,维护投资者利益的重要条件。但是,我们不可回避的问题是:在新兴高科技产业中,一些极具发展潜力的公司,目前可能处于亏损状态,而连续3年盈利的企业,往往是成熟性的企业。新兴的高科技产业中,一些极具发展潜力的公司之所以处于亏损状态,是因为其成长期需要大量投入,需要与传统产业抢夺市场而压低产品价格,这些因素都会使得其财务状况面临亏损。恰恰是这样一些企业,需要风险投资基金的参与,需要证券市场的扶持和培育。美国证券市场在培育和扶持新兴高科技产业方面所发挥的作用是十分突出的,以纳斯达克(NASDAQ)证券市场为例,该市场在过去的若干年中,上市了大量盈利尚不稳定甚至巨额亏损的科技股,其中400多只网络股中,1998年盈利公司不足20%,而众所周知,网络股的前景恰恰被投资者看好,网络公司的成长也需要证券市场这一融资的舞台,需要依靠证券市场价格发现功能。因此,美国证券市场与高科技产业的发展,给我们有益的启示是:证券市场资源配置功能,不仅仅表现在社会资源向效益高的企业流动,而且,应在扶持培育新兴高科技企业方面发挥作用,应该放宽这类企业的上市条件。从美国纳斯达克市场对高科技企业成长的贡献,可以看出,证券市场通过其价格发现功能而培育新兴产业,其作用是巨大的。

5. 加入WTO将推进证券市场的制度创新,促进交易工具的开发

证券市场的发展与成熟,不仅表现在原有交易品种量的扩张,而且表现为各种交易工具的创新与开发,必须有让投资者回避风险必不可少的对冲工具。在发达国家的证券市场中,目前除了股票、债券、基金等基本证券品种外,还有认股权证、指数期货、

债券期货、期权等为数众多的衍生产品。股票又可分为普通股与优先股;债券也有许多种类。由于证券市场的交易工具十分丰富,投资者在市场中有较大的选择余地,从而增加了证券市场的吸引力。美国美林证券与摩根斯丹利通过金融衍生工具创造的收益,每年都在 10 亿美元以上。目前我国证券市场的交易品种十分单调,缺乏对冲工具,增大了市场风险。随着证券投资基金数量的不断增加,以及保险公司的入市,对指数期货、期权等衍生工具的需要日益迫切。在加入 WTO 以后,随着国外金融机构进入我国证券市场,对于能够规避风险和套期保值的各种金融衍生工具的需求会更加强烈。因此,金融衍生工具在我国出现与繁荣,将是为期不远的事情。对于我国的投资银行来说,加强对金融衍生产品的研究与开发并制定相应的对策,显得十分重要。

6. 有助于加快我国证券市场的规模扩充

我国证券市场的规模与国际成熟证券市场相比差距很大。到 1999 年 1 月底,纽约证券交易所 3105 家上市公司的市价总值已达到 10.5 万亿美元,纳斯达克(NASDAQ)的市价总值为 3 万亿美元,东京股票交易所的市价总值为 2.5 万亿美元,伦敦交易所为 2.3 万亿美元,法兰克福为 1.2 万亿美元。而到 1998 年底,我国沪深两市上市公司总数为 851 家,发行总股本为 2345.36 亿元,市价总值 1.9 万亿人民币,流通市值在 800 亿元以下。另外,我国国民经济的证券化率也远远低于发达国家和一些发展中国家,1998 年我国证券市场市价总值占 GDP 的比重为 24.4%,流通市值占 GDP 的比重为 7.26%。而在 1996 年,欧美等发达国家的证券化率则分别是,美国 115.6%、英国 151.9%、加拿大 83.9%、澳大利亚 79.5%、荷兰 96.5%、新加坡 159.7%、日本 67.2%。一些发展中国家的证券化率也远高于我国的水平,1996 年,韩国为 28.6%、泰国为 53.9%、墨西哥为 31.8%、印度为 34.4%、埃及为 20.9%。可见,目前我国证券市场的规模过于狭小,难以发挥资本市场对国民经济应有的支撑作用。且投资者结构与发达市场有很大差距。

在 3908 万股票投资者中,绝大多数是资金不大的个人投资者,机构投资者数量有限。就证券市场的品种、结构来说,除股票市场有一定的规模外,国债、企业债券市场和基金市场的规模都很有有限。我国证券市场的这种规模和结构现状,在很大程度上制约着我国证券市场在国民经济体系中的作用发挥。

证券市场,是市场经济中最典型的一种市场。加入 WTO 使中国的市场化进程进一步加快。证券市场国际化成为一种趋势,证券市场的运作效率将大大提高,都将极大地推动中国证券市场规模的快速扩充。

三、促进制度创新,提高市场化程度和市场运作效率

(一)发行制度将更加朝着市场化方向发展

加入 WTO 对中国证券市场的影响是多方面的,就制度创新而言,首先是证券发行制度将逐步向国际惯例靠拢。

证券发行的监管是证券市场管理的第一道闸门。世界各国对证券发行的监管虽不尽相同,但按审核制度划分,主要有注册制和核准制两种。

注册制(Registered System)要求发行者在发行新证券之前,首先必须按照有关法规向证券主管机关申请注册,申请注册书必须对公司情况进行详尽、真实的汇报。证券主管机关的权力仅在于保证公司规定的公开条款得到遵守,保证公司提供的各项文件中不包含任何不真实的陈述及事项。如果发行者未违反上述原则,证券主管机关不得以“不公平、不正义和不平等”等理由拒绝新证券的登记注册。由此可见,注册制实际上是一种发行证券的公司的财务公开制度,它要求发行证券的公司提供关于证券发行本身以及与证券发行有关的一切信息,并要求它们对所提供信息的真