

经济运行中的 证券市场

主 编 张继光 周振华 顾铭德

中国金融出版社

经济运行中的证券市场

主编 张继光 周振华 顾铭德

中国金融出版社

(京) 新登字 142 号

责任编辑: 肖 芳
谷晓虹

6-260/01

经济运行中的证券市场

主编 张继光 周振华 顾铭德

*

中国金融出版社 出版

新华书店北京发行所发行

北京海淀天信公司 排版

外文印刷厂印刷

*

850 毫米×1168 毫米 1/32 7.625 印张 190 千字

1993 年 7 月 第一版 1993 年 7 月 第一次印刷

印数: 1—3000

ISBN 7-5049-1091-0 / F·684 定价: 6.90 元

编写者 (以姓氏笔划为序):

陈国梁 陈家俊 陈 淮 周振华 张继光

张道根 顾存伟 顾铭德 翁华建

序 言

随着经济体制改革的深入和对外开放的扩大，中国经济中的证券化因素和比重逐年强化和增加。短短几年，中国证券市场从无到有，从小到大，由南向北，从东到西迅猛发展。目前，各类股票市值和债券发行余额已达几千亿元，上海、深圳两个证券交易所和证券市场的运行日趋规范，有关法规、条例也在陆续出台，年轻而已初具规模的中国证券市场的形成，必然对中国经济的进一步发展产生越来越大的影响。对于一个正在成熟中的事物，需要探讨的方面是很多的，尤其是我国实行的是以公有制为主体的证券市场，没有先例可循，却有许多课题需要从理论与实际的结合上去加以探索解决。因此一本从理论上阐述经济运行中证券市场的专著的问世，自将受到人们的普遍重视和欢迎。

本书的特点首先在于理论密切联系实际，紧密结合中国国情，从证券市场与经济运行的关联出发，研究引入证券市场条件下经济运行的新变化，探讨如何建设具有中国特色的证券市场问题。本书开篇着重研究了证券市场与经济运行总体状况的关联，揭示证券市场是商品经济发展到一定阶段的产物，是市场机制中的重要组成部分。它不仅能在实行市场经济的国家和地区产生和发展，也能在改革开放、建立社会主义市场经济的中国产生和发展。纵观世界各国和地区，当经济生活中引入证券因素之后，其运行特征就会发生一系列变化。这种变化，体现在微观和宏观、金融和实体产业各个方面。它的总体特征是，经济运行的层次和效率相应提高。

其次，本书运用比较方法，研究经济证券化运行在微观和宏

观方面的具体特征。在微观篇中，股份制企业运行特征和居民个人的投资行为是讨论的主要对象。企业股份化，不仅产权明晰，资金来源渠道增多，而且经营方式、资产观念也会发生相应变化。至于居民个人，其消费、储蓄、投资观念和行为也都因证券市场的引入而变化。这种变化又会反作用于经济的其他领域。在宏观篇中，作者力图阐明宏观资金新的流程运动和均匀态势，分析证券化因素对经济增长、通货膨胀、产业结构等宏观经济变量所起的作用及其特征。

再次，本书以相当篇幅讨论中国证券市场自身运行特征和市场管理及调控方式，并且指出还存在着区域发展不平衡等诸多特点。这些特点提示人们，中国既需要借鉴国外的行之有效的管理经验，又要结合国情，建立起一套具有中国特色的管理体系，以保证证券市场稳定、健康、全面地发展，进一步发挥对经济运行的促进作用。

经济运行中的证券市场是一个新课题，而且是相当不容易攻克的难题，加之我国的实践经验还不充足，因此本书所做的只能说是初步探索，尽管这是非常可贵的初步探索。相信有志于此的作者们以及理论界的年轻同行学者们，会继续作出努力，进一步揭示出我国社会主义市场经济体制下经济证券化的运行特征及其规律性，丰富社会主义金融市场和金融证券化等方面的理论建设，以有助于我国现代市场经济的发展。

洪霞管

1992年12月6日

于中国人民银行上海市分行金融研究所

目 录

第一篇 运行模式的选择 与证券市场沉浮

第一章 证券市场的历史考察	(1)
第一节 中国证券市场的渊源及其发展	(1)
第二节 解放初期的证券市场: 从利用到摒弃	(10)
第二章 运行模式转换和证券市场再造	(16)
第一节 市场取向改革与证券市场的复兴	(16)
第二节 证券市场发展的实证分析	(22)
第三节 清除体制障碍, 促进证券市场进一步发展	(29)
第三章 证券市场与经济运行新变化	(36)
第一节 证券市场对经济运行变化的一般影响	(36)
第二节 引入证券市场条件下经济运行的特征表现	(41)
第三节 证券市场对社会经济顺利运行的作用分析	(48)

第二篇 证券市场与微观经济运行

第四章 证券市场与企业产权制度及其约束	(57)
第一节 介入证券市场后的企业产权结构变化	(57)
第二节 证券交易与企业经营决策变动	(62)
第三节 证券市场与企业规模扩展和重组	(69)
第四节 证券投资与企业产权约束的关联分析	(73)

第五章 证券市场与居民经济行为变化	(79)
第一节 引入证券市场条件下的居民经济行为变化	(79)
第二节 证券市场结构变化对居民经济行为影响	(82)
第三节 证券供求变动与居民行为关联机制	(86)
第四节 居民经济行为与证券市场发育分析	(89)
第六章 证券市场与市场体系	(93)
第一节 证券市场是市场体系发育程度较高的产物	(93)
第二节 证券市场在市场体系中的独特功能	(97)
第三节 证券市场与其他市场之间的关联影响	(101)

第三篇 证券市场与宏观经济运行

第七章 证券市场与国民经济总量均衡	(107)
第一节 引入证券市场条件下的国民经济流程变化	(107)
第二节 证券运动对总供求关系的影响	(118)
第三节 证券市场变动对总量均衡的调节	(128)
第四节 证券市场与货币市场	(136)
第八章 证券市场与产业结构调整	(144)
第一节 证券投资与产业结构调整关联机制	(144)
第二节 证券市场中的产业结构增量调整	(148)
第三节 证券市场中的产业结构存量调整	(152)
第九章 证券市场与经济增长	(157)
第一节 证券筹资与经济增长	(157)
第二节 证券投资与经济增长路径	(162)
第三节 证券市场波动与经济周期	(167)

第四篇 建立有中国特色的证券市场

第十章 社会主义证券市场是一种新型的证券市场	(175)
第一节 国外证券市场运行的几种模式	(175)
第二节 中国证券市场运行的双重机理特征	(181)
第十一章 证券市场发育的区域特征	(186)
第一节 证券市场发育的区域差异	(186)
第二节 证券市场发育阶段的区域模式	(196)
第十二章 证券市场管理与调控	(208)
第一节 证券市场加强管理的必要性	(208)
第二节 证券市场管理方式及内容	(214)
第三节 中国证券市场管理的一般原则	(219)
第十三章 推进证券市场发展的基本思路	(224)
第一节 拓展证券市场与金融深化	(224)
第二节 拓展证券市场与经济体制配套的改革	(227)
第三节 拓展证券市场与国际化进程	(231)

编后记

第一篇

运行模式的选择与证券市场沉浮

第一章 证券市场的历史考察

研究经济运行模式与证券市场的相关关系，必须把研究的视角放到一个较长的时期，必须扩展到过去。本章对证券市场的历史考察包括两个方面，一是研究旧中国证券市场的兴起及其发展特征；二是研究建国初期新中国证券市场的一些特点，试图通过历史的考察从经济运行的角度来理解和把握证券市场，从经济运行模式的选择中诠释对证券市场的选择。

第一节 中国证券市场的渊源及其发展

一、早期股票、债券与早期证券市场

证券是一种“舶来品”，这不仅仅是指证券一词为清朝末年由日本“拿来”，而且概括了旧中国股票、债券的渊源。在旧中国金融市场上最早出现的股票是外商股票，后来才有华商股票，债券也是先有外债，后来才有国债和公司债券。

（一）早期股票的兴起

在鸦片战争中，帝国主义用枪炮轰开了大清帝国锈迹斑斑的国门，外国资本家纷纷在上海、广州、天津、汉口等开放的商埠

兴办企业，投资于航运、保险、银行、码头、地产和工业等部门。为了最大限度地掠夺并控制中国经济，资本主义国家的股份制度亦被引入中国。在最早的股民中有相当一部分是中国的官僚买办和商人。在整个 19 世纪中，外国企业在华资本累计达 4000 多万两白银，据美商在自己的报告中承认，外商实际投资只有 36%，64% 的资本是通过在中国发行股票筹集的。

随着“洋务运动”的兴起，出现了中国自己的股份企业。1872 年由李鸿章、盛宣怀筹办，1873 年在上海正式成立的轮船招商总局，是首家发行中国自己的股票的企业。该局是官督商办企业，主要是由在外商投资的华商股东的买办资本构成，也吸收了一部分旧式航业资本和中小商人的投资，到 1877 年共招商股 73 万多两白银。从 19 世纪 70 年代初到 90 年代初，这类企业共有 20 多个。

在早期股票、债券的出现过程中，民族资本主义的兴起不可忽视。强调民族资本的影响不仅仅是因为前面所讲的，外国资本在中国的输入主要是通过兴办中外合资股份公司进行直接投资的，更主要的是面对外国资本和官僚资本的竞争，相对弱小的民族资本更愿意或更需要采用集股筹资的办法来壮大自己的实力以谋求发展。截止甲午战争，中国民族资本开办的工矿企业达到 136 家，主要从事缫丝业、轧花业、棉纺织业、面粉业、火柴业、造纸业、公用事业、船舶修造业、机器制造业等等。借助于集股筹资的方式，到 1913 年，民族资本开办的企业达到 463 家，资本额达到 9082.1 万元，占全部国内资本的 75%。

（二）早期债券的发行

清朝后期，封建制度与生产力的矛盾日益尖锐，农民起义不断，大清帝国国力日衰。1867 年，清政府为弥补因平定捻军起义而耗空的国库，向外商借款四百余万两白银，以后光绪初年为筹措创建海军、修筑铁路等经费，也向外商借过款。这可以算是

中国公债的渊源。

但第一张国内公债券也可以说是第一张真正的债券是 1894 年清政府为了应付甲午战争军事开支而发行的。由户部建议向国内富商巨贾借款，故称为“息借商款”。发行总额不定，债券面值为 100 两白银，规定月息七厘，两年半分五次偿还。可以认为“息借商款”谱写了中国公债制度史的开篇。

1898 年清政府为支付“马关条约”规定的第九期赔款，由户部设立昭信局，各省设昭信分局，承办发行“昭信股票”。昭信股票发行总额 1 亿两白银，年息五厘，以田赋盐税收入作担保，实际上也是债券发行。这次发行弊病甚多，遭舆论各方的尖锐批评，仅筹集 2000 万两，于同年 9 月停止民间发行，只准政府官员认购。

（三）早期证券市场的形成

在清朝末年出现股票、债券的同时，市场上也出现了证券买卖活动，在这些证券交易中渐渐形成了证券市场。茶会可以说是中国最早的证券市场形式。由于当时没有专门的证券交易所，一些商人便利用在茶馆品茗酣谈、人员较集中的便利洽谈交易，免去寻找客户之烦，久而久之，便形成了固定在某一茶馆进行证券交易的聚会。上海大新街与福州路交叉口上的惠芳茶楼便是上海当时进行股票交易的固定场所。商人们每天上午来茶楼通消息，了解行市与需求，下午则各自去兜生意，也有的把股票带到茶楼上兜售，交易的股票既有中国银行、交通银行等金融股票，也有中兴煤矿、大生纱厂等工矿企业股票。茶会有些类似于“庙会”、“集市贸易”，是证券市场的最初级形式。设有专业证券商或经纪人，交易均为现货，证券价格是在一对一的谈判中形成的。

最早的有组织的证券交易市场被认为是光绪末年上海华商经营的“公平易”和“信通公司”，也有人把 1891 年由上海经营外商股票的经纪人组成的“上海股份公所”作为第一家有组织的证券交

易机构。但如果以获得政府批准为标准，则第一家证券交易所是1905年由香港政府批准的“上海众业公所”，即原“上海股份公所”。上市证券全是外商股票或债券，既是为旧证券提供流通场所的二级市场，又是办理新股发行和债券发行的一级市场。上市证券种类最多时达150—160种，成交量每周达300—400万股。

第一家由中国人自己组织并经政府批准成立的证券交易所是1914年上海证券交易商组织的“上海股票商业公会”。当时共有13家会员，并订有证券交易规则以约束各会员。

早期的证券市场经营的证券只有股票，债券交易的出现主要是在1914年、1915年北洋政府强行推销六厘公债之后。

二、旧中国证券市场的发展

证券市场是商品经济发展到较高阶段的产物。证券市场的发展更是以商品经济的进一步发展为前提的。从考察早期股票、债券的出现以及证券市场的形成，我们看到刺激旧中国证券市场形成的因素有三个：一是外国资本的入侵；二是清朝政府“洋务运动”的兴起；三是民族资本主义的发展。在这三个因素中，真正反映当时中国商品经济发达程度的只有民族资本主义的发展状况。旧中国证券市场的产生和发展只是部分反映了当时商品经济发展的客观需要，这决定了其产生和进一步发展的基础是十分脆弱的。旧中国证券市场的这种先天性缺陷给其运行带来许多非经济性因素，旧中国证券市场的发展不断被过分强烈的投机性行为所打断，同时亦是依靠这种过强的投机性行为来支撑的。

（一）债券市场的发展

旧中国债券市场主要是政府公债市场。当时战乱不息，赔款不断，百业敝零，国库亏空，中央政府入不敷出。继清朝末年开公债之先例以后，北洋政府在其统治的15年间共发行国内公债27种，总计达6.12亿元。尔后的国民党政府同样只有靠举债度

日，从1927年至1937年10年间，共发行国内公债26亿元，是北洋政府15年间发行公债总额的四倍多，形成了巨大的一级债券市场，二级债券市场的形成则是在袁世凯1914年、1915年两次强制推行六厘公债之后。而公债市场的勃兴则是在信交风潮之后，股票无人问津，以国家信用为后盾的公债则成了社会游资追逐的对象。尤其在外埠证券交易所如青岛、汉口、宁波、重庆、北京等以及天津各银行的证券部、信托部，都无一例外地大量进行公债交易。据估计在一段时期，公债交易量占到整个证券市场的98%以上，北京证券交易所1934年成交1.2亿元，全部是公债。

但是，必须指出的是这种公债市场的产生和发展同样不是商品经济发展的客观需要。这是政府为了推销公债人为地刺激起来的，在一级公债市场上，政府给承购公债的金融机构以过高的优惠条件。如国民党政府发行公债是以50%的折扣向银行抵押，然后送到证券交易所公开拍卖，价格一般为公债面额的60%，然后以低于行市10%或15%与银行结算。同时还鼓励银行购买公债，规定银行可用公债作为发行准备和储蓄存款的保证准备，不仅如此，而且银行只需支付面额60—70%资金便可全额购入，到期按面额偿还本息。在二级公债市场上，政府允许交易所开展公债期货交易，利用当时政局、战争、财政状况、债务前景的不确定性，增加公债市场的投机性。我们知道，与债券市场、股票市场相比较，期货市场处于商品经济发展的更高阶段。旧中国证券市场脱离当时中国商品经济发展的实际，其发展进程必然被过度投机带来的频繁的市场振荡所打断。大的市场震荡有两次。一次是1924年7月，上海市场上北洋政府发行的各种公债受公债投机的哄抬平均涨幅达20多元，7年期公债现货价格的涨幅达31元。进入8月后，人们因担心江浙战争爆发后公债不能兑现，纷纷抛售，公债投机行为又使价格在8月15—20日五天内

分别下跌 5.6 元至 10 多元不等。这次市场震荡使北京证券交易所停市长达四个月之久。另一次是 1935 年，国内经济危机使国民党政府财政更加拮据，为解决财政困难，国民党政府发行了 14.6 亿元统一公债，将以往 38 种未到期的旧公债分为甲乙丙丁戊五种统一公债，期限分别延长 12、15、18 和 24 年，利息减少。这引起了又一次市场震荡。频繁的债市震荡使投机者纷纷破产、银行倒闭。到 1927 年因买卖公债而倒闭的银行有 135 家，占全国在 1912—1927 年间新成立银行总数的 70% 左右。抗战爆发后，随着国民党军队的节节败退，公债市场日趋冷落，1939 年 2 月，国民党政府宣布停止公债还本付息，公债市场由此一蹶不振。

（二）股票市场的发展

以 1914 年北洋政府颁布旧中国第一部关于证券交易所的立法——《证券交易所法》作为研究起点，我们把旧中国股票市场的发展划分为三个时期。

第一时期（1914—1922 年）。从北洋政府颁发《证券交易所法》开始到 1922 年“信交风潮”告终。虽然北洋政府颁发《证券交易所法》是为了便于其发行公债，但由于它在法律上认可了证券交易所，因而对于推动中国证券市场从自发、零星、分散的初始阶段进入有组织、有管理、集中交易的新阶段具有划时代的意义，有力地推动了各地证券交易所的建立。在此之前的上海众业公所是外国商人组织经香港政府批准的证券交易所，只经营外商股票或债券。而近代民族资本主义的迅速发展，要求“挽回国权商利”，建立自己的证券交易所。1913 年全国股份公司形式的企业已有 992 个，实收资本 8600 万元。到 1917 年股份公司形式的企业猛增到 1924 个，实收资本为 19100 万元，四年间增加了一倍多。股份公司发展刺激了各地证券交易所的建立。1917 年北洋政府批准上海交易所开设证券经营业务。1918 年北京证券

交易所作为旧中国首家自办的专营证券业务的交易所正式开业。1920年5月上海华商证券交易所在原上海股票商业公会的基础上，经过四年多筹备正式开业，当时各报报道的证券行市均以该交易所的成交价为准。1920年7月1日，原上海交易所改名为上海证券物品交易所，资本总额500万元，是当时规模最大的一家证券交易所。到1921年末，上海共拥有各种证券交易所150多家，天津、广州、汉口、南京、苏州、宁波等地也纷纷设立各种交易所和经营股票的信托公司，共52家。有人称这一时期为“交易所时代”。

交易所和信托公司的膨胀远远脱离了当时商品经济的发展，当时在上海的150多家交易所中只有6家领到北洋政府的许可证，大多数交易所和信托公司以自己的股票为主要交易对象，通过投机活动，大肆哄抬本交易所股票价格，然后抛售，从中渔利。据当时海关商务报告统计，上海150多家交易所的股金总共达20亿元，而上海各银行库存的银元、银锭只有7000万元。1922年1月上海中外证券物品交易所突然倒闭，使人们从股票交易的投机狂热中清醒过来，引发了一场“信交风潮”。自1922年1月中外证券物品交易所倒闭到1922年3月，短短两个月内，交易所倒闭达90%以上，上海150多家证券交易所仅剩6家，全国只剩十几家。股票市场由此经历了长达20年冷淡时期。

第二时期（1937—1945年）。抗日战争爆发后，国民党军队的节节败退使证券市场上政府公债信誉日益下降。同时，战争使工商业凋敝，游资充斥市场，而日伪币的大量出笼，更是雪上加霜，使物价急骤上升，囤积之风大起，股票成为社会游资追逐的对象，其价格亦急剧上升。股票交易在冷落了近20年后再度活跃起来。在有些年份甚至超过物价上涨幅度1倍多。一时间专门经营股票交易的公司与日俱增，1940年上海仅10家股票公司，

到 1942 年猛增到 145 家。天津证券贸易商行也猛增到百来家。

这一时期股票市场的发展与当时中国商品经济的发展全然无关，相反它是工商业凋零的一种扭曲表现。正是由于日本侵略者对中国资源的野蛮掠夺和对中国工商业发展的破坏和限制，使得投资不振，社会游资在通货膨胀、伪币贬值、大宗物品和黄金外汇等交易被禁止等诸因素作用下，被驱赶到了证券市场。日伪当局开始对股票交易采用明令禁止的态度，后来因担心严禁证券交易后，市场游资过多，冲击军用物资储备、遂改变初衷，下令恢复上海华商证券交易所，目的就是把大量游资吸纳到证券市场，减缓物资市场囤货的压力。

第三时期（1946—1949 年）。抗日战争结束后，国内工商业并没有由此获得重振旗鼓并走上正常发展轨道的机会。面对经济萧条和大量游资充斥市场，国民党政府对证券交易的态度发生了由取缔、禁止到利用、控制的转变。1946 年 5 月国民党政府“训令”筹备上海证券交易所。1946 年 9 月 16 日正式开拍营业。新成立的上海证券交易所是当时全国唯一的证券交易所。注册资本 10 亿元，由原华商证券交易所股东认购其中 60% 的股票，其余 40% 由中国、交通、农民三大银行和中央信托局、中央邮政储金汇业局认购。经纪人共 234 名，上市股票 20 种。开业初只做现货交易，每日成交量只有 4 万—5 万股，佣金收入在 400 万—500 万元之间，开业仅三个月交易所亏损 18 亿元。遂于同年 11 月起先后试办一个星期的期货和套利交易，此后股票交易日趋活跃，日成交量由原来的 4 万—5 万股猛增至 8000 余万股，股票价格直线上升，其速度超过物价上升幅度。自上海证券交易所开业后到 1947 年底股价上涨 30 倍，而同期上海批发物价上涨 25 倍。上市股票种类由最初 20 种增加到 194 种，其中金融业 35 种，纺织业 70 种，化工业 38 种，百货业 9 种，食品业 11 种，公用事业 7 种，文化业 10 种，其他实业 14 种。有人称这一时期