'96国家社会科学基金青年项目

跨世纪
国际资本市场研究

主编 宋全启

北大学图书

98
F831.5
96
2

KUASHIJI GUOJI ZIBENSHICHANG YANJIU

跨世纪国际资本市场研究

宋全启 主编

西北大学出版社

3 0008 7415 0

《跨世纪国际资本市场研究》编委会

主　编：宋全启

副主编：宋绪钦　张纯威　刘　刚　马跃勇

编　委：马跃勇　王　伟　刘　刚　刘培显

宋全启　宋绪钦　张纯威　张震宇

张超广　曹雪芹　胡建华

跨世纪国际资本市场研究

宋全启　主编

西北大学出版社出版发行

（西北大学校内　邮编 710069　电话 8302590）

新华书店经销　　西北测绘院彩色印刷厂印刷

850×1168 毫米　1/32 开本　8.5 印张　214 千字

1998 年 1 月第 1 版　　1998 年 1 月第 1 次印刷

印数：1－1000

ISBN 7-5604-1282-3/F·138　　定价：16.80 元

前　言

本书是1996年国家社科基金青年项目《世纪之交国际资本流动的特点方式及其我国利用外资对策研究》成果的总结。本书出版时，考虑到书的名字不应太长和其它因素，改名为《跨世纪国际资本市场研究》。其内容没有多大的改变。

我们从90年代初期开始研究国内资本市场和国际资本市场，认为中国企业未来的发展所需资金应主要靠资本市场解决，并且随着全球经济一体化的加强，中国企业越来越需要通过国际资本市场筹集资金，可以说全球资本市场的一体化是一种必然趋势。我们在实际工作中发现，有许多地方政府和企业也想通过国际资本市场筹集资金，但对国际资本市场知之甚少，更不了解国际资本市场的发展变化，往往造成工作的被动。基于以上原因，我们从1995年开始着手研究世纪之交的国际资本市场的变化，翻阅了大量的资料，希望通过对世纪之交国际资本市场发展的研究，找出中国资本市场未来发展的方向，并对中国企业在未来国际资本市场融资提供一些参考。

本书共分五章。第一章为世纪之交的国际资本市场，论述世纪之交国际资本市场的特点趋势及对中国的影响，分析了中国资本市场发展方向及应该采取的对策。第二章至第五章分别论述了国际中长期信贷市场、国际股票市场、国际债券市场、国际基金市场的最新特点及发展趋势，并分析了中国应当采取的对策。

由于课题组成员学识、时间有限，缺点和错误在所难免，欢迎读者批评指正。

1997年9月

目　录

第一章　世纪之交的国际资本市场 …… (1)
第一节　90年代以来国际资本市场的特点 …… (1)
一、资本市场规模扩大 …… (1)
二、发达国家在国际资本市场上扮演着最大的资本供应者和需求者的双重角色 …… (2)
三、新兴市场吸收国际资本与经济增长同步，资本市场迅速发展，但喜中有忧 …… (4)
四、融资结构由间接融资向直接融资转移 …… (7)
五、私人投资比重遥遥领先 …… (9)
六、资本投向结构发生变化 …… (9)
七、企业兼并之风愈演愈烈 …… (9)
八、金融机构在间接投资中的作用增强，国家基金成为新的投资品种，资本国际化程度进一步加深 …… (12)
第二节　世纪之交国际资本市场演化预测 …… (13)
一、资本流动自由化 …… (13)
二、资本市场证券化 …… (14)
三、新兴市场仍是投资热点 …… (14)
四、资本国际化 …… (16)
五、资本全球化 …… (17)
第三节　世纪之交中国资本市场发展对策研究 …… (19)
一、90年代中国资本市场现状及进一步发展的意义 …… (19)

此为试读，需要完整PDF请访问：www.ertong

二、我国资本市场建设中存在的问题……（25）
三、中国资本市场发展对策……（33）
第二章　中长期国际信贷市场……（38）
第一节　90年代以来中长期国际信贷市场的特点……（38）
一、中长期国际信贷总量呈上升趋势，但在国际资本市场中地位相对下降……（39）
二、对中长期国际信贷的需求增加，发展中国家取得贷款愈来愈困难……（41）
三、从资金分布结构上看，国际银行中长期信贷呈下降趋势，政府信贷和国际金融机构贷款稳中有升；从资金的产业分配来看，以基础产业为主，促进贸易发展……（42）
四、项目贷款崭露头角，优势明显，任重道远……（46）
第二节　世纪之交国际中长期信贷市场的特点……（48）
一、中长期国际信贷市场在国际资本市场中的地位将继续下降……（48）
二、在中长期国际信贷市场中，各种贷款特点将进一步个性化……（49）
三、从资金产业分布上看，仍以基础产业为主，从贷款对象上看，仍以发展中国家为主……（49）
四、各种贷款相互融合，新的贷款形式将应运而生…（50）
五、中长期国际信贷市场中，借款者的竞争愈加激烈……（50）
六、国际金融机构贷款将会有一定程度增长，贷款对象主要是发展中国家基础产业……（51）
七、政府贷款将会有进一步增长，但受到诸多限制…（52）
八、中长期国际银行贷款地位仍将下降……（53）
九、项目贷款独领风骚……（54）

十、其他贷款徘徊不前……（55）
第三节　世纪之交我国如何利用中长期国际信贷 ……（55）
一、我国利用国际信贷的状况……（55）
二、积极利用中长期国际信贷需注意的问题……（59）
三、利用中长期国际信贷的策略……（62）
四、项目贷款的利用……（67）
第三章　国际股票市场 ……（70）
第一节　国际股票市场90年代的发展状况及特点
……（70）
一、各国股市自由化及开放度加深……（71）
二、国际股市规模迅速膨胀……（73）
三、股票上市模式多样化……（74）
四、股票交易方式现代化……（78）
五、流向发展中国家的股票投资快速增长……（81）
六、东亚新兴市场成为国际股市的热点……（83）
七、市场股本占有结构正在发生根本性变化……（85）
八、上市公司结构正悄然变化……（88）
九、股票市场的衍生交易品种持续活跃……（89）
十、国际股市动荡加剧……（93）
第二节　世纪之交国际股票市场的预测 ……（95）
一、全球股市一体化趋势将进一步加强……（96）
二、国际股市规模将持续扩大……（98）
三、国际股市投资者结构将发生根本性变化并对
各国经济造成革命性影响 ……（102）
四、投资银行等金融中介机构的地位和作用将
进一步提高 ……（105）
五、场外交易量快速增长，最终超过交易所交易……（107）
六、亚洲等新兴股市将继续快速成长 ……（109）

七、衍生交易品种的交易量将持续增长 …… (110)
八、国际股市的不稳定性将进一步加剧 …… (112)
九、各国对股市的监管、调控和相互合作将
有所加强 …… (114)
第三节 国际股票市场对中国的影响及对策…… (115)
一、加强科学规划、提高市场效率…… (116)
二、加强规范化调控和监管 …… (120)
三、加快培育市场主体 …… (124)
四、大力培育机构投资者 …… (125)
五、加快培育合格的市场中介机构 …… (128)
六、合理解决国家股与法人股的流通问题 …… (130)
七、构建多层次的股票交易市场 …… (134)
八、加快股票海外上市的步伐 …… (140)
九、扩大市场开放程度 …… (142)
十、时刻注意风险防范 …… (145)
第四章 国际债券市场…… (148)
第一节 国际债券市场90年代的发展状况及特点
…… (148)
一、国际债券市场的形成 …… (148)
二、国际债券市场的类别 …… (150)
三、90年代以前国际债券市场的发展 …… (158)
四、国际债券市场90年代以来的发展状况及特点
…… (164)
第二节 世纪之交国际债券市场的预测…… (181)
一、影响国际债券市场发展的因素分析 …… (181)
二、世纪之交国际债券市场的展望 …… (187)
第三节 国际债券市场对中国的影响及对策…… (192)
一、国际债券市场对中国经济的影响 …… (192)

二、我国利用国际债券市场筹集资金存在的
问题与对策 …… (196)
第五章 国际基金市场…… (201)
第一节 国际基金市场90年代发展状况及特点 …… (201)
一、投资基金全球大发展，国际化水平进一步提高
…… (201)
二、新兴证市投资基金发展迅速 …… (203)
三、投资基金深入人心 …… (204)
四、投资基金品种日益多样化 …… (206)
五、投资基金运作：高度规范与自由化的统一…… (208)
六、国家基金发展方兴未艾 …… (210)
第二节 世纪之交国际基金市场预测…… (213)
一、国际化程度进一步加深 …… (213)
二、新兴证券市场仍是投资基金的投资热点 …… (214)
三、品种多样化趋势不改 …… (217)
四、证券投资基金是基金中的主角 …… (219)
第三节 国际基金市场对中国的影响及对策…… (222)
一、国际基金市场对中国的影响 …… (222)
二、中国投资基金业的现状 …… (230)
三、中国投资基金存在的问题 …… (233)
四、我国投资基金发展对策建议 …… (240)

第一章　世纪之交的国际资本市场

第一节　90年代以来国际资本市场的特点

资本市场是一个完整的体系，这个市场的主体是长期资金的需求者和资金的供应者（投资者），通过各种金融工具及直接的实物资产的转让实现资本转移。长期资金的筹集有两种方式，即直接融资和间接融资，所谓直接融资，是指资本的最终需求者（企业）直接向资本的最初所有者（包括个人和法人）筹资。直接融资的主要形式是企业用普通股股票或企业债券募集资金，优先股则是介乎股票与债券之间的一种金融工具。所谓间接融资，是由企业通过银行和其他金融中介机构间接地向资本的最初所有者筹资。它的基本形式是银行或非银行金融机构用从零散储户或其他委托人那里收集来的资本以贷款、购买企业股票或其他形式向企业融资。而实物资产的转让则以租赁或企业兼并收购等形式体现。因此，在资本市场这个市场体系中包含股票市场、债券市场、抵押市场、银行中长期信贷市场等，也包含涉及各方面的基金市场、企业购并重组等。随着国际金融市场的发展，国际资本市场也在不断深化，90年代以来，国际资本市场体现出以下新的特点：

一、资本市场规模扩大

进入90年代，世界资本市场规模迅速膨胀，国际直接投资的增长速度远远超过世界贸易和生产的增长速度，各国通过国际资本市场筹集的资金不断增大。

1993 年国际间接投资总量已达到 8186 亿美元。全球净流入发展中国家的有价证券(外国股票、债务证券)1990 年总计为 93.4 亿美元,1991 年为 202.7 亿美元,1992 年为 386 亿美元,1993 年为 557 亿美元,3 年增长了 4.96 倍。同期外资直接投资从 263 亿美元增加到 563 亿美元,增长 1.14 倍。国际债券市场发展迅速,债券发行总额在 90 年代继续大幅度增长,1993 年达到 4810 亿美元,比 1992 年增长了 44%,净发行 1980 亿美元,浮动利率债券为 700 亿美元。按全球债券的总发行额计算,1993 年比 1986 年增长了 1.12 倍。工业国家是国际债券的主要发行者,1993 年发行额为 3685 亿美元。发展中国家的债券发行从数量上大大低于工业国家,但增长速度却十分迅速,从 1986 年的 39 亿美元增长到 1993 年的 433 亿美元,增长了 10.1 倍。同期,转轨国家也从 3 亿美元增长到 58 亿美元,增长了 18.3 倍。1995 年各国通过国际资本市场筹集的资金达到创纪录的 12580 亿美元,增幅为 30%。1996 年继续保持增长势头,头三个季度,国际市场上新发行的金融证券和新借银行贷款按年率计算已接近 1.6 万美元,比上年增加 25%。世界银行下属的国际金融公司 1996 年度提供的融资也达到了创纪录的 32 亿美元。

二、发达国家在国际资本市场上扮演着最大的资本供应者和需求者的双重角色

自 80 年代末开始,由于发展中国家普遍进行了结构性改革,实行私有化自由贸易,加上经济增长,投资回报率相对较高,国际资本流动出现向发展中国家倾斜的趋势。流入发展中国家的净资本从 1983～1989 年每年 88 亿美元,激增到 1990 年的 399 亿美元,1991～1993 年又分别上升到 929 亿美元、1116 亿美元和 1547 亿美元。但这并没有改变发达国家在当今国际资本市场上的主体

此为试读,需要完整PDF请访问: www.ertong

地位，发达国家不仅是国际资本的最大供给者，也是最大的需求者。据经济合作与发展组织(OECD)《对外直接投资报告》，1994年该组织25个成员国对外直接投资约为1868.9亿美元，占全球直接投资的90%，而其中80%又为发达国家之间相互拥有。从发展趋势看，1995年度1至3季度，国际金融市场上全球共融资9230亿美元，其中OECD成员国从1994年的6427亿美元上升到8292亿美元，增幅达29%，而发展中国家仅增长10.2%。

以美国为例，发达国家这种最大的资本供给者与需求者的双重身份就更加突出。1994年，美国对外直接投资为584.2亿美元，接受外国直接投资达600.7亿美元，均居世界第一。据美国商务部统计，1995年上半年美国对外直接投资额达330亿美元，比上年同期增长47%；而其吸收国外直接投资额，因受其经济复苏刺激，随着发达国家经济的全面复苏，其成熟的、以消费为主导的庞大市场优势和看好的公司利润率，将使一部分流向发展中国家的资本回撤到发达国家市场，发展中国家吸收外资将面临着挑战。

近几年，日本对外投资发展迅速，资本输出步伐明显加快。日本对外直接投资额，1994年达177.1亿美元，仅次于美、英、德三国居世界第四位。1995年达250亿美元，已超过德国的220亿美元，成为世界第三大对外直接投资国。更引人注目的是，随着日本政府放宽国内金融资本投向海外市场的限制，加上国内金融业不景气，利率处于历史最低水平，日本的金融资本，特别是各大投资基金公司和人寿保险公司沉淀的大量闲置资金，开始涌向国际资本市场。以美国证券市场为例，1995年上半年，日本购买美国债券总额达到184亿美元，超过了1994年的144亿美元。而且，除机构投资者扩大投资美国债券外，一般投资者也积极投资美国债券，特别是中长期债券。今后日本的产业资本和金融资本的外流，将与日本经济的复苏和国际化互为表里，愈演愈烈。乐观的分析家们预测，到本世纪末，日本的年海外投资规模有可能超过美国，成为世

界上最大的资本输出国。

三、新兴市场吸收国际资本与经济增长同步，资本市场迅速发展，但喜中有忧

新兴证券市场是指在发达工业化市场经济国家之外兴起的、有别于传统的证券市场。与传统的证券市场相比，新兴证券市场至少有三个特征：

其一，以"尼克斯"（新兴工业化国家）和发展中国家为主。IMF研究提示，目前，全球共有38个证市可收入新兴证市之列，其中亚洲有13个，拉丁美洲有12个，非洲有7个，中东和欧洲有6个。这些证市所在国，除亚洲"四小龙"和拉美个别国家属"尼克斯"外，其余全部属于发展中国家。而英国《经济学家》杂志每期的"经济—金融统计"栏目中所选24个"新兴市场"国家和地区，则可收入三类：一类是亚洲"四小龙"等"尼克斯"；一类是前苏联、东欧、中国等由计划经济向市场经济转型的国家，第三类则是一般发展中国家。

其二，起步晚，受政府干预较多。上述三种类型的新兴证市所在国，虽然社会经济背景和发展道路并不一致，但在证券市场发展方面，却不无共同之处，这便是起步晚，证市从建立到扩张，处处留下政府干预的烙印。这一点与欧美发达工业化国家证市的形成和发展截然不同。这些国家或地区证市的发展，往往与这样那样的经济、金融改革相联系，最初的参与者既有私人投资者又有国有企业和官方金融机构，受政府部门的频频干预。此外，新兴证市几乎全是所在国工业化进入高潮或业已完成的背景下建立的

其三，处在上升阶段，扩张极为迅速。IMF有关专家研究显示，从1983年到1992年10年间。38个新兴证市的"市场资本化额"（market Capitalization）或上市证券价值由不足千亿美元增加到近1万亿美元，扩大10倍，同一时期传统证市扩大了不到4倍。

另有资料表明，仅仅在1984年至1989年5年期间，32个新兴证市的资本化额就由937.75亿美元增加到6111.3亿美元，市场规模扩大了5.51倍，同一时期，传统证市规模只扩大了2.3倍。

1. 亚洲新兴市场成长迅速，新兴工业化国家对外投资迅猛增长。

自80年代以来，随着经济的高速增长，亚洲新兴市场国家群开始崛起，他们吸收国际资本也出现了逐年扩大的趋势。进入90年代，这一势头日益显著。良好的经济发展前景，巨大的市场机会，丰厚的投资回报以及稳定的社会政治环境，都吸引着国际投资者涌向亚洲新兴市场国家和地区，特别是东亚、东南亚的一些处于经济起飞阶段的国家。据统计，亚洲发展中国家的净资金流入，1990年到1993年，从256亿美元增加到720亿美元，1994年继续增长至734亿美元，其中外国直接投资达650亿美元，比上年增加了19%。伴随着直接投资的兴起，亚洲发展中国家利用国际证券融资也有很大发展。越来越多的亚洲发展中国家到国际资本市场发行股票和国际债券来筹资融资，同时这些国家更加注重本国资本市场的建设，加快金融国际化的步伐，参与国际资本大循环，吸收外国资本。

值得一提的是，在亚洲新兴市场国家吸收的外资中，有很大一部分来自于区域内新兴工业化国家的投资。近年来，亚洲新兴工业化国家在不断吸收国际资本的同时，普遍加快了本国资本的输出，形成了从资本引进到资本输出的良好发展态势。其中最典型的是韩国，1995年韩国海外直接投资以每月2亿美元的速度递增，年底首次突破100亿美元大关。从投资流向看，以美国和中国的份额最大，分别占韩国海外总投资的27.3%和17.1%。同时，投资项目规模有大幅度提高，超过1000万美元的大型项目所占比重从1980年的7.5%上升到57%。新兴工业化国家从大量吸收外资到有剩余资本输出，不仅显示了其日益增长的经济实力，也使发展中

国家对大力引进外资，发展本国经济的前景充满了信心。

2. 中、东欧地区和南非经济开始回升，将成为新的国际投资热点。

经过转轨的剧烈阵痛后的中、东欧国家和政局趋于平稳的南非，近两年经济形势出现明显的好转。中、东欧地区1995年已经基本摆脱经济衰退的阴影，经济出现了正增长，南非经济衰退则在1993年就得到制止。1994年增长速度已达2.3%，预计1995年和1996年经济增长速度将达4%～5%。经济的强劲复苏和市场发展潜力巨大，为外商投资提供了较大的盈利空间，外国投资者开始竞相涌入这些地区。特别是东欧地区，已经越来越显示其作为新投资热点的魅力。据联合国欧洲经济委员会公布的数字，到1995年底，中、东欧吸收外国直接投资达230亿美元，比前一年增加25%，其中以捷克、波兰和斯洛伐克最受青睐。有意思的是，中、东欧国家在吸收外资过程中，普遍借鉴了亚太地区发展中国家的做法，如波兰在1995年10月建立了第一个经济特区—— 耶莱茨"欧洲工业园区"，实施优惠政策，以扩大吸收外资来源。

3. 拉美市场受墨西哥金融危机影响，风险性加大，国际资本谨慎不前。

同为新兴市场的拉美国家，与亚洲发展中国家不一样，其高收益与高风险并存的特征更为突出。1994年，由于12月份墨西哥金融危机的爆发，流入墨西哥的资本从1993年的329亿美元骤降为90亿美元，整个拉丁美洲的资本流入也只有420亿美元，比1993年的640亿美元减少了1/3以上。1995年，虽然最严重危机已渡过，但拉美市场并不太平，墨西哥金融危机的余震不断，债务危机又重露狰狞，资本外流仍在继续。更糟的是，拉美经济出现了90年代的第一次滑坡。据联合国拉丁美洲与加勒比海经济委员会的一份报告说，拉丁美洲1995年经济平均增长速度为2%，比上年经济的增速下降了1.7个百分点。失业率也明显上升。报告认为，拉

美地区经济下滑主要受外国资本回撤和本国资本外逃的影响，虽然墨西哥金融危机并未扩大到拉美其他地区，但从目前情况看，拉美地区储蓄率和投资比率偏低，这些国家仍不得不靠大量借外债来弥补国内投资需求，这不仅将继续制约其国内经济的发展，而且极有可能引起又一次债务危机。

拉美地区日益增加的风险性，使得国际投资者望而生畏，虽然有着高投资收益率的诱惑，但投资者更愿意选择那些社会政治稳定、经济稳定增长，风险性较小的亚洲新兴市场和其他一些低风险的发展中国家。

四、融资结构由间接金融向直接金融转移

从 80 年代初开始，全球化和建立世界经济、政治与社会生活新结构的速度越来越快，其决定性的因素是信息革命、资本主义的结构调整、世界经济的相互依存。国际地缘政治空间的统一调整和世界生态的相互依存，在资本主义的结构调整中，凯恩斯理论被新自由主义取代，随着国际政治体制的巨大变化，冷战的结束和两极对立格局的消失，一种超越国家的区域主义逐渐出现，一种新的经济力量——新兴市场崭露头角。

在这一过程中，金融体系在新技术的作用下首先进行了变革。美国在 80 年代初率先实现了信贷的证券化和股票化，大量新金融中介机构脱颖而出，而它们的出现标志着银行中介作用的退化和地位下降。在欧洲市场上，自 80 年代以来，一方面，欧洲证券市场的运转效率不断提高；另一方面，世界债务危机后银行中介成本提高。这样，在欧洲市场上银团贷款的比重下降，各种证券融资方式的比重上升。这些新的证券融资形式包括：非包销的安排(Euro-commercial papers) 和欧洲票据(Euromotes)；已承诺的安排(银行担保的证券融资)，如票据发行安排(NIF)和流动包销安排等。金融证券化的趋势也同投资者的机构化和投资者投资偏好的改变

有关。在70年代早期，由于官方限制，获取和管理分散化国际证券资金的成本过高，养老基金，保险公司，互助基金等机构投资者在证券的跨国交易中所起的作用十分有限。进入80年代以后，由于自由化，机构投资者在证券跨国交易中的作用大大增加。

在80年代中期以后，日本成为世界上的最大债权国，日本对美国的巨额贸易盈余所导致的资金由日本向美国的流动成为国际资本流动的主要特点。日本的剩余资金主要掌握在日本机构投资者（如养老基金和保险公司）的手中。出于争取高回报的考虑，这些机构投资者宁愿购买证券而不是取得银行存款。这样，证券市场便取代贷款市场成为国际资本流动的主要载体（vehicle）。在欧洲债券市场和欧洲商业借据市场，证券融资的增长极为显著。与此相适应的是商业银行业的相对衰落和投资银行业的迅猛发展。从80年代中期到末期，作为对银团贷款量相对下降而证券化借贷活动急剧增加这种证券化的反应，国际银行纷纷迅速扩大自己的债券业务。虽然在90年代银团贷款在国际金融市场融资中的比重曾一度明显回升，但在1996年，证券融资的增长速度又大幅度提高，再次在国际金融市场融资中独占鳌头。

新体系在世界上迅速发展，导致金融市场全球化和信贷证券所有权的跨国化。就美国而言，外国人拥有的债券和股票在1980年仅相当于国内生产总值的9%，到1990年上升到93%，在德国，这个数字从8%上升到58%，日本从7%上升到119%。其结果，证券投资成为世界上超过银行贷款和直接投资的主要投资方式，在过去以银行贷款为主的时代，如果债务国拖欠贷款，银行往往需要同它们谈判好几年，但购买新兴市场的股票或债券，投资者一看情况不妙，就会立刻抛售股票和债券，将资金退出。在这一变化过程中，债券市场的发展大为引人注目，武士债市场、扬基债市场、欧洲债券市场、龙债市场，全球债市场等主要债市场呈现强劲势头，去年1至9月份国际资本市场上的外债发行额净增50%，达3490

此为试读，需要完整PDF请访问：www.ertong