

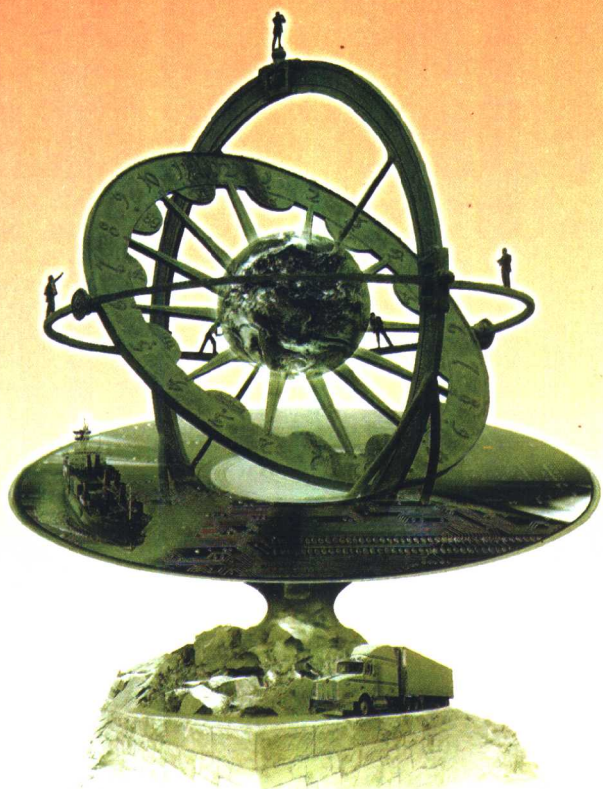
华夏基金
研究项目



回顾与前瞻

——中国证券投资基金发展之路

王 益 范勇宏 主编



中国金融出版社

回顾与前瞻

——中国证券投资基金发展之路

王 益 范勇宏 主编

中国金融出版社

责任编辑:傅国文

责任校对:孙蕊

责任印制:裴刚

图书在版编目(CIP)数据

回顾与前瞻:中国证券投资基金发展之路/王益,范勇宏主编. —北京:中国金融出版社,1999.12

ISBN 7-5049-2251-X

I.回…

II.王…

III.证券投资-基金-资金管理-中国-文集

IV.F832.21-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字(1999)第 70728 号

出版

中国金融出版社

发行

社址 北京广安门外小红庙南里 3 号

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 富华印刷厂

开本 850 毫米×1168 毫米 1/32

印张 5.625

字数 150 千字

版次 2000 年 1 月第 1 版

印次 2000 年 1 月第 1 次印刷

定价 12.00 元

如出现印装错误请与印刷装订厂调换

序

古希腊物理学家阿基米德说过,给我一个支点,我就能撬动地球。基金业就像证券市场的支点,凭借这个支点,人们得以充分发挥想像力、凝聚力的杠杆作用,在一定的程度上,使证券市场由环境硬约束的自发性运行变成了环境软约束的自主性运行,通过自我调整,获得加速度,把分散的、无组织的、小规模的投资活动变成了集中的、有组织的、大规模的投资活动,证券市场由此获得了新生。今天,全球单是共同基金掌握运用的资金就高达6万亿美元。基金的出现本身是一场革命,而基金的发展又大大推动了金融业的革命,这是70年代中期以来金融业大变革过程中一道亮丽的风景线。

基金业的大发展给人类带来了什么?首先是投资观念上的革命,由自己理财逐步转变到请专家理财。第二,在投资方式上,由集中投资逐步转到组合投资,包括一系列的避险方式。第三,在融资方式上,由间接融资为主逐步转向直接融资为主,包括流动资金也出现了直接融资的趋势,资本市场规模急剧扩大。以美国为例,上市公司市值已在10万亿美元左右,超过其GDP总值。第四,大大提高了资金的聚集和流动能力,使大规模的流动性跨国投资活动成为可能,为资源在全球范围内的优化配置创造了条件,当然也带来很大的不确定性风险。第五,增强了金融市场的稳定性和自我调节能力。在基金大规模发展前,由于缺乏专业的大规模的机构投资者群体,环境对证券市场的影响是硬约束型的,这指的是,

ABM92/01

环境对证券市场的影响是决定性的,证券市场自我调节的力量很弱。但在基金大规模发展起来的今天,环境对证券市场的影响逐步向软约束演变,也就是说,由于市场有组织的力量的迅速壮大,环境(宏观经济形势和微观经济的变化)和市场自身力量(以基金为代表的机构投资者)形成了一种相互影响的循环体,依靠机构投资者的强大力量,在环境发生重大变化时,市场不再完全是墙头草,风怎么吹怎么倒,而是能够在相当的范围内调整和调动自身的力量,减缓环境变化对市场的影响,并反过来对环境施加影响,使经济复苏和重新实现环境与市场的平衡变得比以前容易,这样,就降低了经济活动的波动性,改善了经济周期循环的路径,缓解了经济危机的严重性,减少了投资者的风险。只要认真分析对比一下本世纪以来经济、金融危机的情况,就不难发现这一特征。总之,基金业的发展,不仅对金融业,而且对整个经济活动和人们的思维方式、行为方式都产生了重大影响,上述五方面的变化只是其中一部分。这些变化虽然在不同国家表现的范围和程度不一样,但总的趋势是一致的。

关于基金业对证券市场的重要性,国家早就认识到了。1992年国务院证券委、中国证监会成立时,国务院就要求制定证券投资基金管理办法。但由于管理体制不顺,办法到1997年秋才得以出台,整整花了五年的时间。如果1993年就开始试点,证券投资基金以及整个证券市场的现状就会大不一样。当然,Never be late,证券投资基金虽然起步过晚,却已初步显现出强大的生命力,得到了普遍的认同。基金试点带来的新观念、新方式、新机制、新力量、新队伍,正在催化一个新市场的诞生。其中最可喜的是一支年轻的、专业化的、富有社会责任感的基金经理和证券分析师队伍正在快速成长。尽管这支队伍目前在质量和规模上距国际一流水平还有很大差距,但它将自己的目标定位在国际一流水平,将竞争对手定位在美国的同行,发展潜力是很大的。国民经济的大发展,有赖于

资本市场的大发展;资本市场的大发展,有赖于基金的大发展;基金的大发展,有赖于基金专业队伍的大发展。我始终希望并坚定相信,中国一定能培养、造就一大批国际一流的基金管理人才,并通过这样一批人才掌握和管理占国际市场相当份额的基金群体。

试点得到广泛认可只是万里长征的第一步。在跨入新世纪门槛的时刻,中国基金业的发展面临着巨大的机遇和挑战,经济发展的良好前景和加入 WTO 参与经济全球化,给基金业的发展提供了广阔空间。但是旧体制的影响和理论与实践经验的不足,又给基金的发展带来重重困难。要想抓住机遇,战胜困难,达到国际一流水平,关键还得靠改革。怎么改,就是按照邓小平理论,立足中国,放眼世界,走市场化、国际化、网络化的道路。21 世纪的经济发展的两个基本趋势,一个是全球化、一体化,一个是个性化、多样化。这两个趋势相辅相成,是一个有机的统一体,我们都要适应,才能生存和发展。走市场化、国际化、网络化的道路就能同时满足这两个条件,实现在经济全球化环境中的个性化生存,个性化发展。为适应这种趋势,基金业的发展,应该在严格监管的前提下,给市场和管理公司更多的创新自由和空间,提供更多、更灵活的产品;应充分发挥银行的销售体系的作用,迅速扩大基金市场;应高度重视网络革命的效应,利用新的技术和手段创造后发优势;应该加强人才的培训和引进,加快基金经理和证券分析师队伍的成长。在投资基金立法的过程中,尤其要注意市场化、国际化、网络化的趋势和要求。由于整个基金业和证券业在制度变动频繁的转轨时期产生和发展,有很多不同于别国的特点,不确定性很大,有关基金的法律需要保持足够的弹性,给市场的改革和发展留下足够的空间,宜粗不宜细,使监管部门可以根据环境的变化,通过法规、规章适时调整监管力度,使基金管理人、托管人能根据市场的变化及时调整业务倾向,提高市场效率,促进市场快速、健康发展。

在中国基金业发展的这样一个时期,华夏基金管理公司组织

了“中国证券投资基金之路”征文活动,这是一件很有意义的事。现在又将征文中的优秀论文和一些专家的特稿一并编辑出版,更是值得赞许,希望能对基金业的发展有所裨益。

王 益

一九九九年十一月三十日

目 录

上 篇

- 关于我国证券投资基金未来发展的几点设想…………… 林义相(3)
- 中国共同基金业发展的挑战和机会 …………… 胡汝银(11)

中 篇

- 试论我国证券投资基金的功能定位和市场化之路 …… 郑骏(29)
- 借鉴国外经验设立开放型基金的可行性及运作研究
…………… 陈东胜 李梅(36)
- 基金管理公司托管制——我国养老基金进入资本市场的
现实选择 …………… 吴帆(55)
- 从亚洲金融风暴中新加坡证券投资基金的波动看中国
证券投资基金的发展 …………… 邢毓静(66)
- 中国经济金融运行中的证券投资基金发展 …………… 巴曙松(74)
- 中国投资基金走向大众必须走开放式基金之路 …… 刘传葵(83)
- 设立中外合作证券投资基金 促进我国证券市场持续
发展 …………… 陈乃道 姚文平(96)

下 篇

指数基金及其在中国的发展	范勇宏(103)
开放式基金申购赎回模式研究	李诗林(118)
中国保险资金运用与保险投资基金研究	李诗林(130)
美国成长型基金的现状及对我国基金产品创新的借鉴 意义	司晓晨(156)
后记	(171)

上 篇

关于我国证券投资基金未来发展的几点设想

华夏证券研究所所长 林义相

一、对于证券投资基金试点现状的基本判断

为了促进证券市场健康稳定地发展,培育机构投资者,改善证券市场的投资者结构,经国务院批准,原国务院证券委员会于1997年11月14日正式发布了《证券投资基金管理暂行办法》,拉开了我国证券投资基金业试点的序幕。截至1999年10月31日,共批准成立了10家基金管理公司,设立了19只证券投资基金,规模达到470亿元。

通过近2年的试点运作,证券投资基金在运作和监管框架的形成、投资者对基金的认识、基金专业管理人才的培养和基金品种的创新等方面取得了良好的成效,证券投资基金的试点工作取得了初步成功。

(一)初步形成有效的监管框架

从前期基金的试点中我们可以看出,管理部门在基金规范运作方面表现了前所未有的决心并付出了很大的努力,初步形成了基金运作和监管的基本框架。管理部门对基金管理人 and 托管人的机构设置、基金投资的决策程序、内部的风险控制等作出了详细的规定。在基金试点启动后,中国证监会依照《证券投资基金管理暂行办法》的规定对基金运作进行了持续和严格的监管,并针对试点

中出现的新情况,及时出台相关措施来规范基金的运作,这些措施在实际的运作中取得了较好的效果。

(二)投资者对基金的认识水平有了很大提高

从试点的证券投资基金二级市场的表现来看,基金价格较迅速地 from 初期的过度投机向内在价值理性回归,这一过程体现了广大投资者对于证券投资基金认识的深化。在目前我国股票市场投机气氛尚浓的情况下,基金作为新的金融产品,市场对它的过度投机只维持了不到一个月的时间便趋于理性,这与国外某些证券市场推出封闭式基金几年后基金溢价水平仍然因人为操纵因素达200%以上的状况相比,实属难能可贵。这除了管理部门针对二级市场投机进行适时的监管外,投资者对基金认识的提高起到了非常重要的作用。投资者逐步改变了基金能稳定地获取高额回报的错误观念,认识到基金投资所固有的风险,能用正确的方法来判断基金的合理价格,使得基金二级市场的投机活动失去了群众基础。试点阶段投资者对基金认识的提高为以后基金的健康发展提供了十分重要的条件。

(三)专业基金管理队伍已具雏形

从前期的投资运作来看,试点的证券投资基金基本上都做到了坚持理性投资的原则,投资管理的水平也逐步提高。通过分析基金披露的投资组合,我们可以看出,基金管理人在进行投资决策时都非常注重上市公司的业绩和未来的成长性,对业绩优良、成长性较好的电子通讯、医药等高科技行业以及基础设施行业的上市公司投资的比重相对较高,而对市场投机气氛很浓的资产重组类上市公司则较少涉足,有效地控制了投资的风险,充分体现了证券投资基金稳健投资、专家理财的优势。通过基金的试点工作,培养了一批基金投资管理的专业人才,同时基金管理人投资的方法正逐步影响市场参与者的投资理念。

(四)基金品种逐步走向多样化

先期发行的 10 只证券投资基金,投资目标和投资范围基本相同,未能很好地体现各自的特色。但是,随后发行的基金开始注重品种的创新,出现了成长型、收益型、优化指数型和平衡型等基金品种,投资目标逐渐走向多样化和个性化,满足了不同风险收益偏好类型的投资者对基金品种的需求。

从证券投资基金的试点工作可以看出,对投资者利益的保护成为政府主管部门制定法规、实施各项政策首要的考虑目标,这是证券投资基金试点能够取得成功最重要的原因。证券投资基金试点的初步成功,为如何在我国市场条件下进行金融产品的创新,如何有效地进行监管等提供了宝贵的经验。因此,证券投资基金试点成功的意义超出了证券投资基金本身,它必将对我国整个证券市场的发展和规范产生深远的影响。

二、对我国证券投资基金未来发展的几点设想

证券投资基金在我国是全新的金融产品,管理部门在基金试点时采取了谨慎的原则,循序渐进地发展。因此,无论是在试点基金的形式和试点规模上,都有一定的阶段性,也不可避免存在一定的局限性。我认为在试点初步成功的基础上,应当从以下方面进行努力,继续推动我国证券投资基金的进一步发展。

(一)扩大基金试点规模

我们目前投入运作的 19 只试点基金,总规模只有 470 亿元,相对目前股票市场及其未来发展来说,规模太小。基金的投资运作对市场的影响有限,通过基金的机构投资稳定证券市场的设想也无法实现。同时,在证券市场的规范运作方面,十几只证券投资基金也孤掌难鸣,在力求独善其身的过程中遇到了很大的困难。因此,为了真正发挥证券投资基金的作用,并有利于基金本身的投资,我们应当继续扩大基金试点的规模,使基金能够真正成为市场

的重要投资力量,让基金理性投资的理念成为市场的主导。基金规模的扩大不仅包括扩大基金试点的数量,还应当扩大单只试点基金的规模。

(二) 发展开放式基金

由于封闭式基金在发行后不能向基金管理人赎回,运作比较封闭,基金管理人不存在基金赎回的压力,使得其在经营上较为稳定,在操作上比较简单,符合基金试点循序渐进的原则,在证券投资基金发展的初期是较好的选择。但是,封闭式基金由于基金规模不能改变,加上目前法规要求基金的收益 90% 以上以现金形式分配掉,使得基金的发展壮大受到了限制。开放式基金的开放性使它有可能在投资者认可的前提下不断壮大,也可能由于投资者的不认同而不断萎缩,强化了投资基金业的竞争和优胜劣汰机制,有利于基金业的长期健康发展。同时,开放式基金相对封闭式基金还存在其他一些优点,比如投资者赎回的压力能更好地激励基金管理人;按照基金的净资产值赎回基金单位,减少了基金管理人操纵基金净资产值来多获取基金管理费用的行为,并且避免了基金因供求关系或炒作价格大幅度波动的风险。而且开放式基金对基金的运作和管理水平都提出了更高的要求,能够促进证券投资基金运作的规范化和基金管理能力的提高,缩小与发达国家基金监管和运作方面的差距。所以,在进行封闭式基金试点的同时应逐步设立开放式证券投资基金。

(三) 扩大证券投资基金的资金来源

目前,试点的证券投资基金筹集资金主要来源于个人投资者,法人则不能申购。养老基金、保险资金和银行资金都不允许投资于证券投资基金。并且,《证券投资基金管理暂行办法》禁止“国有企业违反国家有关规定炒作基金”。这些规定大大局限了证券投资基金筹集资金的来源,减少了对基金的需求,不利于证券投资基金的进一步发展,同时,也减少了企业投资的渠道。证券投资基金

是发挥专家代人理财作用的投资工具,开放式基金的交易方式也使得它的价格很难被人为操纵,投资于基金的风险易于控制。证券投资基金很有可能是在遵守有关法律法规前提下,国有资金进入股票市场的有效中介。因此,我们建议逐步允许养老基金、保险资金、银行资金和国有企业等有序地进入基金市场,参与基金投资,拓宽基金的资金来源,增加我国证券市场的有效资金供给。同时也能够提高这些资金的运用效率,促进资源的有效配置。

(四)设立私募、开放式的机构投资基金,作为保险资金等进入证券市场的途径

由于保险公司的数量不多,基金的募集不必要采取公开募集的设立方式,而是可以采用私募的办法。同时,作为拥有大量资金的机构投资者,保险公司对投资风险的判别能力、承受能力都超出一般的社会公众,在公开募集中为保护中小投资者所制定的一系列严格和繁琐的审批程序、信息披露要求,对于这类基金来说不是十分必要。因此,相对公开募集来说,私募的方式能够节省募集的成本,节约募集的时间,使保险资金能够更加方便、快捷地进入市场。建立在相互信任基础上的私募方式,基金管理人和基金持有人之间的沟通会更加通畅,便于大机构投资者对基金投资管理的建议和监督,能使基金在日后的投资运作等方面更加灵活,从而提高基金运作的效率。

随着保险公司不断获得保费收入,其可供进入证券市场的资金也是日渐增加,而封闭式基金在设立结束后,基金的规模不能随时增加,限制了新增保险资金的进入,不利于基金本身的进一步发展壮大。因此,拟设立的基金应当采取开放式的组织形式,使增量保险资金能随时认购基金单位,源源不断地投入股票市场。这也是必须新设立开放式基金,而不是在现有封闭式基金的基础上解决保险资金入市的主要原因之一。同时,如果由保险资金在二级市场上购买现有的证券投资基金,原有的基金持有人卖出基金变

现的资金不一定继续留在股票市场进行投资,而可能退出市场,这种状况使得股票市场的资金量不能有效地增加,在某种意义上失去了保险资金入市对股票市场发展的积极作用。并且,现有的证券投资基金的总体规模不大,大量保险资金的购买会导致基金在二级市场上溢价因供求失衡而偏高,偏离其合理的投资价值,提高了保险资金进入股票市场的投资成本,过高的溢价也不利于整个基金市场的健康发展。

(五) 设立特定投资范围的基金

每个投资者的风险收益偏好是不同的,虽然现在的投资基金在品种的多元化上有了很大进展,但是依然难满足不同投资者的需要,我们认为可设立不同投资范围的投资基金来丰富投资基金的品种。在我国的市场条件下,可以重点考虑两种证券投资基金:行业 and 特殊概念基金及国债投资基金。

1. 行业 and 特殊概念基金。随着我国证券市场的发展,投资者的队伍也日渐成熟,并且开始出现需求分化,单一的以所有上市公司流通股为投资对象的基金已不能完全满足市场的需要。因此,结合目前的市场状况,在充分保障资产安全的前提下,可以发展一些行业基金或特殊概念基金,如电子通讯行业基金、石油化工行业基金、高科技股票基金和重组基金等,以满足投资者的不同需求。其中,可重点发展高科技股票基金。高科技上市公司属于成长型企业,投资风险也比较高。设立高科技股票基金,专门投资于高科技上市公司,一方面可以为希望获取高风险收益的投资者提供较好的投资品种,同时也能为高科技公司的成长提供新的资金来源,促进高新技术产业和国民经济的发展。

2. 国债基金。专门投资于国债的证券投资基金能够每年获取稳定的利息收入,并且通过基金管理人的专业投资管理,还可以获取普通投资者投资于国债所难以获取的资本利得,所以国债基金比较适合风险承受能力较低的投资者。同时,国债投资基金的