

中国基金投资市场

—— 现状、问题与展望

顾问：厉以宁

David Hatton (韩大伟)

主 编：朱善利

副主编：厉 放 姜万军



经济科学出版社

安泰保险研究系列

15
J.832.48
≡82

中国基金投资市场

——现状、问题与展望

- 顾问 厉以宁 David Hatton (韩大伟)
- 主编 朱善利
- 副主编 厉放 姜万军

经济科学出版社

责任编辑：金 梅 杜 鹏

责任校对：徐领弟

版式设计：周国强

技术编辑：舒天安

中国基金投资市场
——现状、问题与展望

朱善利 主编

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www.esp.com.cn

电子邮件：esp@esp.com.cn

中国科学院印刷厂印刷

新路装订厂装订

850×1168 32 开 17 印张 400000 字

2002 年 5 月第一版 2002 年 5 月第一次印刷

印数：0001—4000 册

ISBN 7-5058-2865-7/F·2234 定价：38.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

致 谢

本书是北京大学光华管理学院与安泰公司所进行的研究课题“中国基金投资市场的现状与展望”的成果。本课题始于2000年7月，历时一年。课题组成员调查走访了中国许多城市，共完成了13份研究报告，并于2001年6月在北京召开了研讨会，现在本书终于出版。

本研究报告的完成及出版，我相信将有助于制定政策的政府官员、金融法律法规的监管部门及金融市场的参与者们更加全面地了解、掌握中国金融市场的发展状况，特别是基金投资市场的动态变化，这项研究成果深具价值和意义。

能够与光华管理学院共同研究、探讨如何发展和完善中国的基金投资市场，我们深感荣幸。本课题组的主要成员是光华管理学院的教授和博士研究生。他们为课题的完成不辞辛劳地搜集资料、整理数据、调查走访、分析研究、撰写报告。在此，我要向所有参与这项研究项目的人们表示感谢。在他们中间，我希望



特别感谢为此做出重要贡献的几位。

光华管理学院副院长朱善利教授，作为本课题组的领导，他广博的学识，友善的态度，追求高质量的学术精神，以及对本课题所给予的专业指导，使我们的研究工作圆满完成。

姜万军副教授，他是本项目的中方联络人，为使整个课题顺利进行，他做了大量的联络、沟通、筹划工作，同时还积极参与研究和撰写报告。

同时，我要特别感谢院长厉以宁教授，他对我们的课题给予了充分的支持和指导。

除此以外，在安泰，我们也有不少同事为这个项目做出了大量有价值的贡献。

首先我要感谢我们的上司荷兰国际集团大中华区主管潘桑昌先生。我们在中国进行的各项研究工作始终得到他积极的支持和鼓励。另外，我还希望感谢荷兰国际集团亚太区中国区域总经理吴志盛先生，感谢他的鼓励和财政支持。感谢荷兰保险北京代表处首席代表杨丽君女士对于本课题圆满完成所给予的帮助。最后我要感谢本项目安泰方面的联络人厉放博士。她为本项目的顺利进行投入了大量工作，同时还担当研究工作，并且撰写了部分章节。

我们也不会忘记众多做出了贡献而无法在此一一提及的人们。他们来自政府部门、监管机构、其他大学以及银行、保险公司、基金公



序

究，是十分有意义的。正是基于上述考虑，北京大学光华管理学院组织了课题组，在美国安泰国际保险公司与荷兰国际集团亚太地区的资助下，进行了“中国基金投资市场的现状与展望”研究。在历时一年的研究中，通过几十位研究人员共同努力完成了六篇专题研究报告，并将研究报告整理成书。

这本书的特点是既有现状描述，又有理论分析，还有案例研究。在同类问题的研究中许多人通常只运用其中的一种或两种方法，本书则将这三种方法结合在一起，力求较深入地进行阐述。书中在说明中国金融市场、证券投资基金市场、产业投资基金市场的历史与现状时，运用了大量数据，并多处采用图形与表格分析，以便读者能对中国基金投资市场的金融环境与运行状况有直观的了解。

本书的理论分析包括定性与定量两个方面。例如，在分析中国金融的主体行为及其后果时，采用定性分析的方法，因为定量分析的数据难以获得。在分析中国基金收益以及对整个股票市场收益进行比较时，则运用统计方法进行了定量分析。

本书用一章的篇幅进行案例分析。所分析的虽然是一个基金管理公司的情况，但反映的却是所有基金管理公司共同存在的问题。透过这个案例分析，我们不仅可以了解基金管理公



司内部治理结构、管理决策方面的问题，也可以了解公司运行的法律与政策环境方面的问题，从而有助于我们寻找一条改进基金投资市场运作效率的正确途径。更重要的是，这里提出了一个值得深入探讨的问题，这就是在中国市场上，在遵守法律法规的前提下，基金管理公司怎样才能有效地运作，以达到既可使投资者获利，又起到促进证券市场稳定的作用，还能帮助国有企业实现进一步推进改革、深化改革的目标。我想，这些目标应当是可以兼顾的，但究竟如何兼顾，那就有待于继续研究了。

这份研究报告是一项有价值的基础性研究。希望本书的作者和社会各界其他对基金投资市场有兴趣的人士继续积极参与有关研究，为发展中国的投资基金业和完善中国证券市场做出不懈的努力。

厉以宁

2002年2月30日



序

随着证券市场的改革和政策措施不断出台，特别是1999年7月1日起正式颁布实施的《中华人民共和国证券法》，中国证券市场无论是在法制建设上，还是在市场监管上都得到了加强。同时，通过积极推进各项改革和制度创新，进一步完善股票发行核准及定价方式、上市公司管理制度等，再加上积极的清理整顿工作，促进了证券市场的规范和健康快速发展。

到2001年3月底，我国境内上市公司已达1122家，其中A股上市公司987家，B股上市公司114家；境内股票总市值超过5万亿元，股票投资者6135万户；全国已发行封闭式基金34只，基金规模562亿元，净资产846亿元，发行可转换公司债券5只；全国共有证券公司101家，证券营业部2684家，证券投资咨询机构108家，从事证券业务的律师事务所390多家，会计师事务所78家。所有这些都表明，经过10年发展，中国证券市场已经成为具有相当规模、在全球最具潜力的新



兴市场之一。

然而，在快速发展过程中，中国证券市场还存在许多需要改进和完善之处，如上市公司国有股比例过大，上市公司披露信息不真实，上市公司运行质量较差，证券机构违法经营、庄家操纵股价和恶意炒作，中介服务机构违背职业道德，对投资者特别是中小投资者合法权益缺乏有效保护，证券监管力度不够等问题，都要及早认真解决。

要解决这些问题，固然需要不断完善相关法律法规、提高监管水平和效率，不断进行市场创新，但培育和发展一批“用手投票”、而不是“用脚投票”的运营规范的机构投资者也是完善和规范我国证券市场的有效手段之一。运营规范的机构投资者在专业人士的管理下，能够深入研究和跟踪上市公司的运营和发展情况，发现上市公司的真实价值。在这种“价值发现”的过程中，也可以更有效地监督上市公司，促进其不断改进经营绩效和经营规范化。发达国家证券市场的发展历史已经证实了这一结论。不仅如此，近来在国内资本市场上，社会保险基金入市、商业保险基金入市，以及地下“私募基金”规范化的呼声很高，这就在客观上要求大力发展规范运营的机构投资者，以适应市场的需要。在这种背景下，进行有关中国基金投资市场现状、问题和发展前景的研

致 谢

司等金融机构。对于他们的支持和帮助我深表谢意。

支持中国的教育事业，做对社会有益的事情是安泰公司一贯的方针，能够参与这一重要课题的研究，我们感到十分荣幸，我们期望与光华管理学院的研究合作不断继续下去。

(David Hatton)

韩大伟

行政总裁

安泰退休金信托有限公司（香港）

导 言

中国基金投资市场是一个涉及面广泛的研究课题。它不仅限于基金市场自身，也涉及金融与证券市场，甚至涉及产业发展状况的研究。就证券投资基金而言，其投资的对象可以是政府债券，也可以是公司股票或公司债券，还可以是其他证券或者是金融衍生品。对于这些投资对象的选择涉及金融市场的广泛研究。就创业投资基金而言，其投资对象是高风险的科技企业。研究创业投资既需要研究金融与资本市场，尤其是对于二板市场的研究，也需要对产业发展状况，尤其是对高科技产业发展状况进行研究。

对金融与证券市场全面而系统的研究需要分许多专题进行。这不是一本书中的几篇甚至是几十篇文章所能够完成的。本书只是在对金融市场进行总体概括的基础上，重点研究金融市场中的主体，例如货币市场、证券市场、保险市场的表现，以及金融市场的主要参加者，例如银行、保险公司、券商的行为进行比较深入的系统研究。本书用大量篇幅研究了基金管理公司的情况。本书分为三个部分共 13 章，主要结构如下。

第一章至第五章为第一部分，对中国金融体系的国际竞争力问题进行了分行业及总体的综合性分析。第一章，中国金融市场的总体概况。金融市场作为资本工具和信用工具以及金融衍生物的交易市场，其涉及的范围很广。考虑到各种金融产品在中国的



实际发展状况以及资料的可获得性等因素，该章主要考察了在中国当今金融市场具有支配地位的证券市场、货币市场、保险市场和期货市场的发展状况。

关于证券市场的考察分为股票市场、基金市场、国债市场、企业债券市场几个部分。股票市场是我国证券市场发展最快的市场。该章回顾了自1990年上海证券交易所成立以来股票市场快速发展的历史，肯定了股票市场在中国市场化改革中的积极作用。同时，该章也指出了中国股票市场在其发展过程中存在的问题。存在的主要问题是，市盈率和换手率偏高。产生这些问题的主要原因是中国资本市场资本供应与投资工具种类和数量之间的矛盾突出，并且股票市场在发展初期的投机性过高。

该章有关基金市场的探讨是概括性的，因为有关基金管理公司与上市基金的详细探讨放在第六章与第七章两章进行。中国基金市场的运作始于1992年，发展到今天已经有40多只基金在上海和深圳证券交易所上市交易。基金市场是伴随着股票市场与债券市场的发展而发展起来的。由于缺乏基金法的规范，基金在很长一段时间的运作都很不规范。从1998年开始，监管机构开始整顿规范基金市场。2001年开始，基金也由原来的仅限于封闭式基金向开放式基金与封闭式基金共同发展的方向迈进。

债券市场参与交易的债券有国债与企业债，其中占有支配地位的是国债。国债从1981年恢复发行以来，规模逐年扩大，近几年每年发行的国债占各种债券发行的比例都在一半以上，有些年份甚至高达95%以上。企业债在从1984年发行以来，1992年以前无论从发行规模，还是从发行所占的比例上看都有过上升的历史。企业债在债券发行中所占的比例在1992年甚至超过国债发行所占的比例。但是其他年份其比例远远低于国债所占的比



例。而且在 1992 年以后，不仅企业债所占的债券发行总量的比例基本上呈逐年下降的趋势，而且发行的额度也逐年下降。发行额度由 1992 年最高的 680 多亿元下降到 2000 年的近 100 亿元。与 2000 年 4600 多亿元的国债简直无法相提并论。

在债券市场上，企业债的交易也远不如国债的交易活跃。究其原因，主要是企业债的发行还不是市场化的运作方式，而是带有浓厚的计划经济色彩。企业债的发行大多限于国家要重点支持的国有企业，利息率很低。其低回报率和高风险性大不相称。这使得企业债市场处于萎缩状态。

第一章对于货币市场的考察分为一般货币市场、同业拆借市场、票据市场和外汇市场几方面。就货币市场的总体而言，货币需求与供给都呈现逐年上升的趋势，但是需求总是大于供给。原因是企业，尤其是国有企业的软预算约束导致其扩张性的冲动，造成货币需求饥渴症。但是由于利率受政府控制，并没有使利率真正起到调节货币供求的作用。

银行间同业拆借市场虽然建立的时间短，但是发展比较快，参与市场交易的机构与交易的数量近几年都成倍增长。不过，受国家低利率政策的影响，银行间同业拆借市场的利率近年来也一直呈现走低趋势。与银行间同业拆借市场相比，票据市场的发展相对比较缓慢，其发展的速度还不能适应中国经济发展的需要。

作为货币市场组成部分之一的外汇市场发展的水平比较低。交易的品种单一，美元交易额占据了外汇交易 90% 以上的份额。作为外汇交易价格表现的汇率也不是由市场决定的，而是由政府决定。因此，只要政府不宣布汇率的调整，人民币就基本上与美元保持固定的汇率。

作为金融市场重要组成部分之一的保险市场在中国也得到快



速发展。中国保险业是从 1980 年开始全面恢复的。自保险业恢复 20 多年来，保险业一直是以比整体国民经济更高的速度发展。不仅保险公司的数量不断增加，保险品种也逐步增加。其中近几年寿险的发展速度尤其惊人。寿险由原来远远落后于财产险，发展到今天已经大大超过财产险。这种发展趋势与市场经济发展的方向在总体上是一致的。随着经济市场化程度的加深，计划经济体制下的医疗与社会保障制度将发生根本性变化。各经济个体在财产权与决策权扩大的同时，决策的风险与不确定性也随之增加。保险市场的发展有助于个体转移其决策的风险。

在肯定中国保险业发展业绩的同时，也要看到中国保险市场发展水平与发达国家相比还存在相当大的差距。主要表现在政府对保险市场的不当干预太多，保险公司的行为很不规范，导致保险市场的秩序混乱。同时，中国保险市场的集中度也比较高。以 2000 年为例。该年中国人民保险公司、中国人寿保险公司、中国平安保险公司、中国太平洋保险公司四大公司占有整个中国保险市场 96.09% 的份额，其中，占有财产险市场 97.22% 的份额，占有寿险市场 95.42% 的份额。如此高的市场集中度阻碍了市场公平竞争和保险业服务质量的改进。

作为金融市场中一个组成部分的期货市场在中国的发展远不如金融业等其他子市场的发展。期货市场期货交易在混乱之中经历了一段发展后，近几年处于萎缩状态。交易品种与交易额 1996 年以后都在逐年下降。这种状况的出现与政府对期货市场的整顿有关，也与中国发展期货交易的条件不成熟有关。本书仅用较少的篇幅探讨了中国期货市场的发展状况。

本书的第二章到第四章分析中国金融市场参与者的竞争力，重点是对中国商业银行、保险公司以及证券公司的竞争力进行分析。



第二章分析了中国商业银行的竞争力。通过对中国商业银行竞争现状的考察,我们可以看到,中国银行业的集中度过高。中国银行经营稳健性主要是靠存款增长和庞大的银行规模来维持的。国有银行资产收益性很差。国有银行规模在下降。银行创新能力低下。银行的生产力水平低下。第二章还分析了中国银行效率低下的原因。主要原因有以下五方面:第一,银行业采取的是一种粗放式的经营方式;第二,中国银行资产中存在着大量的政策性贷款;第三,国有企业高负债运行且效益差;第四,金融机构的债权得不到有效的保护;第五,金融业尚未形成公平有序的竞争局面。

在分析中国商业银行竞争力的同时,我们还探讨了中国加入WTO对中国银行业可能造成的影响。在银行领域,中国将全面对外开放,而且在加入WTO五年后,外国银行的业务将不再受限制。由于外资银行在体制、管理等许多方面具有优势,因此银行领域的开放将给中国商业银行带来很大的冲击。这些冲击包括:中国商业银行的市场份额将下降;中国商业银行的优良客户将减少;中国商业银行的贷款行业风险会发生转移和变化;中国商业银行可能会遇到人才竞争的强大压力;中国商业银行零售业务将受到冲击。由于这些冲击的存在,中国商业银行面临的各种金融风险将会更加暴露,因此,提升中国银行竞争力将刻不容缓。为了提升竞争力,中国银行应该强化信贷资产质量管理,完善内部控制体系,大力发展前景广阔的零售业务和中间业务。

本书的第三章分析了中国保险公司的竞争力。在对中国保险公司竞争力的分析中,该章分析了中国保险市场规模和业务结构的变化,分析了中国保险市场经营主体及保险中介市场的基本竞争态势,也将中国保险业与外国保险业进行多方面的比较。分析



的基本结论是，尽管中国保险市场发展迅速，但与许多市场经济国家相比，中国保险市场的保险密度和保险深度都很低，且都存在着很多问题。

第三章还分析了中国加入 WTO 后可能对中国保险公司带来的影响。中国加入 WTO 以后虽然会给保险公司带来巨大冲击，但与商业银行受到的冲击不同，中国在加入 WTO 后由于整体保险市场信誉的增强，市场总规模将不断增大，因此中国保险公司也可以从中获利，但相对份额将下降。为了增强中国保险公司的竞争力，中国保险公司应该运用以下对策降低负面影响。首先是学会运用 WTO 条款保护自己，减弱冲击。其次，加快保险公司的制度变革，提高公司的竞争力。最后，保险公司与银行、证券公司进行业务渗透，提高整体实力。

第四章分析了中国证券公司的竞争力。在分析中国证券公司的竞争力时，该章总结了中国证券公司的发展历程，并主要从股票承销业务和股票经纪业务两个角度，分析了中国证券公司的业务收入及其增长、业务风险等。该章的分析表明，中国股票发行规模增长迅速，而新股发行低定价的现象突出，这给证券公司的股票承销带来了巨大的获利机会；而上市公司数量增加迅速，股票周转率高，因此证券公司经纪业务的获利能力也很大。但随着中国股票市场扩张速度的下降，股票价格趋于稳定增长，中国证券公司传统业务将存在着困境。

对于加入 WTO 以后中国证券公司可能受到的影响，第四章也进行了讨论。我们看到，中国证券公司与国际著名证券公司在规模、创新能力、管理水平等多个方面都存在着明显的差距。因此，中国证券公司应该采取以下策略，以便应付加入 WTO 以后来自国外大型证券公司的挑战。首先，中国证券公司应该在较短

