

欧阳卫民 著

中国金融市场导论

经济管理出版社

中国金融市场导论

欧阳卫民 著

经济管理出版社

责任编辑 卢小生
责任校对 贾全慧
版式设计 贾晓建

中国金融市场导论

欧阳卫民 著

出版：经济管理出版社

(北京市新街口六条红园胡同 8 号 邮编：100035)

发行：经济管理出版社总发行 全国各地新华书店经销

印刷：北京国马印刷厂

850×1168 毫米 1/32 4 印张 100 千字

1996 年 5 月第 1 版 1996 年 5 月北京第 1 次印刷

印数：1—6000 册

ISBN7-80118-193-X/F·191

定价：7.50 元

· 版权所有 翻印必究 ·

(凡购本社图书，如有印装错误，由本社发行部负责调换。

地址：北京阜外月坛北小街 2 号 邮编：100836)

序

我不相信，闭门造车，能指导实践；我也不相信，不学无术，能经世济民。我相信，实践出真知，在实践中冶炼学术，指导实践。

《中国金融市场导论》（简称《导论》）一书是我近年来在中国人民银行从事股票市场、债券市场、基金市场、彩票市场和证券回购市场等监管工作的经验总结。金融市场是一个外延极为广泛的概念。《导论》一书不是这方面的全书，内容只涉及与我工作有关的部分。书中的资料是第一手的，分析和评论基本上是我个人的观点，因此我相信，《导论》一书对关心中国金融市场的读者来说是有参考价值的。

改革开放以来，如果从1981年恢复国库券发行算起，我国金融市场发展已经有15年的历史了。应该说，金融市场是我国社会主义大市场的重要组成部分。无论金融市场本身发展的成就，还是对市场经济建设的贡献，都是有目共睹的。但是，我国金融市场也的确存在一些问题，如市场的分割、市场准入的混乱、高度投机、透明度不高、虚假陈述等，影响市场的高效、统一和公平、公开、公正。对此，我们必须予以高度重视，认真研究处理。

然而，《导论》这部书既没有粉饰太平，也没有提供灵丹妙药，只是客观地描述，并就我耳闻目睹或亲身经历的事实发表一些看法，希望能够起到引导读者关心和研究中国金融市场的作用。仅此而已，故曰“导论”。

在本书出版之际，我要感谢我的领导和同事们，对本书的写作给予的直接和间接的帮助。

作 者

1996年1月29日于北京

目 录

绪论：对中国金融市场存在问题的分析与建议	(1)
第一章 中国基金市场	(9)
1.1 中国基金市场概况	(9)
1.2 中国基金市场的发展	(16)
第二章 中国证券回购市场	(22)
2.1 中国证券回购市场概况	(22)
2.2 中国证券回购市场的主要特点	(24)
2.3 中国证券回购市场债务拖欠及其解决办法	(26)
2.4 规范证券回购市场，加强金融监管	(31)
第三章 中国彩票市场	(35)
3.1 中国彩票市场概况	(35)
3.2 中国彩票市场管理	(37)
第四章 中国债券市场	(40)
4.1 中国债券发行市场	(40)
4.2 中国债券转让市场	(41)
4.3 中国债券市场存在的主要问题与思考	(41)
4.4 中国债券市场的法制与监管	(43)
第五章 中国股票市场	(45)
5.1 监管机构	(45)
5.2 管理模式	(46)
5.3 投资风险	(47)
5.4 发行方式	(48)
5.5 内部股票	(49)

5.6	流通市场.....	(50)
5.7	证券交易行情揭示.....	(52)
5.8	股市信息的取得.....	(53)
第六章	金融期货一般原理与中国金融期货市场	(55)
6.1	金融期货一般原理.....	(55)
6.2	有计划地发展金融期货市场.....	(62)
第七章	中国证券公司	(65)
7.1	中国证券公司概况.....	(65)
7.2	中国证券公司经营业务评析.....	(68)
第八章	中国金融法规与金融市场	(76)
8.1	《中国人民银行法》与证券市场.....	(76)
8.2	《商业银行法》与证券市场.....	(77)
8.3	《保险法》与证券市场管理.....	(80)
8.4	完善债券市场管理的措施.....	(81)
8.5	证券公司的发展方向.....	(83)
8.6	境外中国产业投资基金管理办法.....	(86)
附录一:	国外证券回购市场及其管理简介	(88)
附录二:	全国各类基金统计.....	(104)

绪论：对中国金融市场存在问题的分析与建议

一、对暂停国债期货交易的认识

1995年5月17日，国家下令暂停国债期货交易，对此各方面有不同的想法。我认为，国家暂停国债期货交易，是非常正确的。国债期货是利率期货的一种，利率波动，是这类期货交易的前提和关键。无论做多、做空，按照期货的正常功能，都是为了“发现价格”和“规避风险”。而在我国，炒国债期货，就是炒人民银行公布的保值贴补率（贴息政策是其衍生物）。国债价格高低，取决于保值贴补率的多少，由于保值贴补率是根据物价涨跌幅度计算出来的，因此，在期货市场发现国债价格之前，国家统计局、中国人民银行、财政部就已经确定了国债价格，期货市场发现价格的功能微乎其微，市场刺探保值贴补率就成为“发现”价格的主要途径了。再说“规避风险”，全国可流通国债面值才400多亿元，而国债期货合约成交量日最高额则达几千亿元，投资者没有或很少拥有现货，因此谈不上套期保值，规避风险纯属捕风捉影的事，期货市场演变为地道的现代投机市场。另一方面，农副产品收购资金紧张，工业企业流动资金困难，通货膨胀压力又大，大量资金涌向投机市场，非银行金融机构不务正业，其利弊可想而知。所以，暂停国债期货交易的决定是非常正确的。

二、保值贴补政策有消极作用

保值贴补有利于保护长期存款人和国债持有人的利益，但同时也带来了许多问题。我国资金市场是最敏感、最难办的金融市

场。一方面，由于经济效益低，工、农业平均利润率难以提高，使银行贷款利率不可能随着物价上涨而上涨；另一方面，为筹措长期资金，支持国家重点项目建设，稳定存款，保护国债投资人利益，又必须对存款和国债保值贴补。因此，保值贴补带来的第一个问题就是加重了银行和财政的负担，银行利润减少或亏损增加。为了减少负担，银行势必增加再贷款需求；乱拆借，提高或变相提高利率；导致利润减少或亏损增加；等等。

第二个问题是破坏了市场的公平、公正原则。由于存款和国债保值贴补，使广大金融债券、基本建设债券、中央企业债券等投资者也纷纷要求保值贴补。如果答应这些要求，那么保值贴补资金由谁出？如何协调债务人、承销商、银行和财政的关系？如果不答应这些要求，债券市场公平、公正的原则就要受到影响，金融债券的信誉和今后的发展要受到影响，社会问题也令人担忧。

第三个问题是促使贫富分化。由于拥有长期存款和国债的人在城乡及各阶层的分布有较大差别。而通货膨胀造成的财产损失对长期存款和国债以外金融资产所有人是纯粹的。这些人不享受保值贴补，却承受通货膨胀带给他们的损失。而这些人基本上分布在农村、边远地区或低收入阶层，因此，保值贴补客观上促使贫富分化。

我认为，任何投资都是有风险的。筹措长期资金，要靠股票、债券等资本市场，不能靠保值贴补办法，资本市场，尤其是债券市场的回报要同市场风险联系起来。越没有风险的债券，利率越高，这是不正常的。

三、融资中心应与证券交易中心合并，建立全国统一的货币市场

我国资金市场表现为短期货币市场或拆借市场。各地的叫法不一样，有的称资金市场，有的叫金融市场，也有的叫融资市场或中心，有的叫拆借市场。总之，这个市场是在规模控制之外，为调剂短期资金（法律规定最长时间4个月）余缺而开设的，是利

用市场辅助资金计划管理的典型形式。

目前，我国资金市场存在的主要问题可以概括为三点：（1）没有形成全国统一的市场；（2）没有现代的技术支撑；（3）成为绕规模、提高或变相提高利率、乱拆借的滋生地。

按照马克思的说法，货币是没有主人的，资本总是向利润率较高的地区或部门流动。而我国的资金市场地区分割，部门自立，没有形成全国统一的市场。每一个省，甚至每一个地区都有自己的融资中心；人民银行各级分支行办有融资中心，国有商业银行也办有或计划开办融资中心，各融资中心都有独立的系统和会员。因此，资金价格或者拆借利率千差万别，从法定的 13.176~35% 不等，没有全国统一的市场利率。做假帐、倒资金、吃回扣等问题由此而生。这是第一点。

第二，现在的融资中心硬件太差，大多数中心依靠电话人工联系，人工撮合。且不说效率太低，市场的公开性恐怕也是金融市场里最差的。公开性差带来的直接后果是腐败、混乱和监管困难。

第三，目前在我国利率法定，没有市场化，，信贷规模控制是较重要的货币政策工具，因此资金拆借应只限于金融机构相互之间。在这种情况下，资金市场的存在与发展，必然带来一系列意想不到的事情：如利率不再遵守法定标准，而是反映资金供求状况；信贷规模设置的资金格局受到冲击，资金朝利润率高的地区、部门、投资项目或领域流动；借拆借之名，行倒计划资金（廉价资金）之实。

我认为，规范我国资金市场，利用现有的 33 个证券交易中心撮合系统、远程通讯网络及交易经验，组建全国统一的货币市场是一个好的办法。统一的货币市场可以形成统一的市场利率体系，既反映市场资金供求状况，为中央银行制定法定利率提供参照物；又消除了资金市场上的腐败和混乱状况，为资金管理设计了新模式。

四、债券市场多元化的条件还不具备

债券市场是我国证券市场最大的一部分。发展国债市场的积极意义是不用多说的。我认为，当前还应该重视有关金融债券、企业债券和融资券问题。

债券市场总的来说没有股票市场“红火”，这是由债券的特殊性决定的。但是，近年来债券衍生工具交易十分活跃，投机性强，对金融市场特别是资金市场影响非常大。如“回购”便是借债券名义虚买虚卖的资金拆借活动。一些证券交易中心、场外交易系统挂牌证券交易清淡，而“回购”业务量非常之大，其性质已演变为逃避中央银行监管的高利拆借中心，必须加以整顿，否则后患无穷。一些非银行金融机构以“回购”为名，高息拆借，甚至从事银行存、放款业务。这是第一个问题。

第二，我国非国家债券也具有国债性质。例如，企业债券，包括投资公司债券并非国债。由于债信较差，到期兑付率较低，有的高达70%的兑付资金不能落实，到期只能由担保单位（一般是承销金融机构）垫付资金，风险完全由国家承担下来，因此，名为企业债券而实际上具有国债性质。这个问题的存在，最严重的后果便是对债券市场多元化的积极意义的否定。

第三，债券资金使用监督不严。一些单位假借国家鼓励的产业或项目申请发行债券，一旦筹资到手，便擅自改变资金用途，从事高风险投机事业，结果兑付困难。因此，要加强对债券资金使用的监管；要加强债券市场的信息披露，让广大债权人定期获悉债务人的财务、业务状况；要严肃查处挪用债券资金、合谋欺骗债权人的证券欺诈行为。

第四，企业短期融资券（分3个月、6个月、9个月3个品种）原为解决企业短期流动资金不足而设计的，实行余额控制、周转使用的管理办法。实践证明，这种券筹资成本高，操作烦琐，募集、兑付工作量大，不如用商业银行流动资金贷款解决。从理论上说，这种券不能算是资本市场工具，不能算作债券或其他证券，

继续保留它没有意义。

五、彩票市场要加强日常监管

第一，彩票的溢价发行问题。彩票只能按面值发行，因为它不存在无形资产估价问题。目前，有的彩票发行销售部门擅自改变发行章程，溢价发行彩票，并以溢价部分增加奖金，使返奖率高达70%以上，中奖面扩大，设立巨奖吸引投注人也成为可能，所以，极大地引发了人们的投机心理，败坏社会风气，同时扰乱彩票市场秩序，形成恶性竞争，必须坚决制止。

第二，非法私彩问题。所谓私彩，主要是指那些未经国家有关部门批准，一些单位和个人擅自发行的彩票。发行私彩，是市场欺诈行为，应坚决打击。我国的私彩大致有三种形式：（1）借经国家批准的福利、体育彩票名义发行私彩，鱼目混珠，欺骗投注人；（2）明目张胆的私彩，发行人注明商店、水产公司等名称，以公彩公布的中奖号为中奖号，但奖金可能比公彩多；（3）经无权批准部门批准发行的彩票，或经有权批准部门批准发行而超发的彩票。不管哪种形式，都必须制止，否则社会信用会受到冲击。

第三，彩票销售商问题。许多国家实行销售许可证制度，原因是彩票也存在防止欺诈和公平、公开、公正问题。现在，有的发行部门随意委托销售机构，甚至还采取所谓承购包销办法销售彩票，这是不妥当的。如果销售价格管不住，印制管不住，关联人士管不住，那么，在销售环节就可能出现欺诈和内幕交易。因此，对销售商要实行许可证管理。

六、适当进行开放式国债基金试点

国债期货市场试点不成功，哪一种金融工具最能促进国债发行，搞活国债交易？从国外金融市场的历史与现状看，国债投资基金是最能促进国债发行、搞活国债交易的金融工具，应该积极推进国债基金试点。

国债基金宜采取开放式。开放式国债基金有利于解除国债期限限制；有利于广大中小投资者全面介入国债市场，包括国债期

货、期权、回购、返售和国债抵押放款等业务；有利于投资者随时申购、赎回，防止基金成为一种新的投机工具。

国债基金宜采取契约型。契约型有利于利用现有金融机构管理和信托，避免注册，发起和组织比较简单。国债基金要义如下：

其一，基金单位估价与报价。开放式基金不挂牌上市交易，但须在每一个工作日内报价。报价分买（赎回）卖（申购）价。而买卖价与交易所的成交价不一样，它不随行就市，而是根据基金单位资产净值来确定的。申购和赎回都要缴纳一定比例的费用，基金单位资产净值增或减这笔费用即为申购（卖）赎回（买）价，所以，基金单位准确估值至关重要。有的国家规定，高估或低估基金资产净值是违法的，因为它可能损害投资人的利益。

其二，申购、赎回网点的布置。为了方便投资者随时申购、赎回基金，需要布置一些网点。在我国，单建一批网点是不现实的，也是不必要的。利用现有的证券交易网络和证券营业部进行报价、申购或赎回，是完全可以做到的。

其三，国债基金投资限制。国债基金只能投资于国债市场，但为了维护资金运用的灵活性，有的国家也允许一定比例（比如15%）的资金投资于非国债市场。国债市场是一个巨大的市场，包括国债现货、期货、期权、回购或返售、抵押放款等。国债现货与其衍生产品的风险和回报是不同的，甚至有很大差别。因此，国债基金投资出于资产安全考虑，应分散组合进行，应有一个比例限制。

七、加强对我国金融衍生工具及其交易风险的防范

第一，我国金融衍生工具的产生与种类。随着我国金融体制改革的深入，金融市场的有限开放，证券市场发展，债券利率因为保值贴补而浮动，债券、存单等有偿证券长期受益而提前变现受损，资金头寸不足，周转暂时困难，商品价格逐步放开，我国也产生了一些金融衍生工具。这些金融衍生工具主要有：国债期货、商品期货、证券投资基金、存托凭证、证券回购和大量可转

让存单。

第二，我国金融衍生工具的风险。1995年，“2.23上海国债期货事件”充分说明，国债期货市场风险足以毁掉象万国证券公司这样的“证券王国”。一些金融机构参与商品期货投机已造成巨额亏损，目前困难重重，捉襟见肘；1995年8月以来，基金价格由1元多炒到4~5元，大大高于其资产净值，基金交易风险较大；证券回购演变为资金拆借或信用放款，没有真实、足额的实物券，交易场所市场准入混乱，部分券商资产质量太低，资金周转困难，债务拖欠严重；大额可转让存单到期不能兑付。

第三，我国金融衍生工具风险产生的主要原因。(1) 期货交易保证金过低。过去只要求5%。最近监管部门逐渐提高比例是正确的。(2) 金融机构投资金融衍生工具几乎没有限制。一是市场准入混乱，各交易场所没有准入概念，一些非法的、不适宜进入的机构进入了市场。二是金融机构投资于金融衍生工具没有规模限制，也没有投资比例限制。故有倾家荡产、债台高筑、孤注一掷的事发生。(3) 信托资金、客户保证金等被非法挪用，非法集资亦成为投机资金来源。(4) 证券回购实券托管比例过低，虚假国债代保管单泛滥，买空卖空现象严重。回购资金使用监督不严。(5) 封闭式基金上市，容易成为投机对象。(6) 产权模糊，交易主体没有责任感。(7) 证券管理体制不顺，市场监管不力，法规滞后。投资者风险观念太差。

第四，风险防范措施。(1) 严格市场准入。中央银行管理全国金融机构，监管全国金融市场，对金融市场准入，特别是对金融机构进行金融衍生工具交易的市场准入要进行严格审批和监管。(2) 限制投资比例。中央银行要根据机构资本金、资产与负债情况制定从事衍生工具交易的比例，锁定风险规模。(3) 进一步提高期货交易保证金比例，限制金融机构参与商品期货市场，要求证券回购实券托管比例达到100%，禁止开具虚假国债代保管单。严惩非法集资或挪用客户资金的行为。(4) 限制封闭式基金

发展，鼓励开放式基金试点，使基金交易（买卖）价格接近基金单位资产净值，并成为一种长期投资工具。（5）加强风险知识宣传。金融衍生工具风险宣传要跟上，套期保值、灵活融资、改善金融服务等是其利。其弊为操作不慎、交易无节制，则其蕴藏风险较其防范风险还大。要让金融机构知道，交易损失要自己承担，法定代表人负有不可推卸的责任。要根据资产负债状况让个别金融机构破产。要让投资者明白，政府只保护投资人合法利益，对个人、机构决策失误而导致的亏损不承担任何责任。（6）政府应强化监管，尽快制定和完善法规。金融市场监管必须集中统一。金融衍生工具监管力度须加大。市场准入概念、资本金概念、法人概念等要树立。制定和完善法规，使每一种金融衍生工具都有法可依。（7）加强培训工作，培训从业人员及监管人员。

第一章 中国基金市场

1.1 中国基金市场概况

一、发行市场

到1995年7月底止,全国共有基金75家。其中,经中国人民银行总行批准的4家,分行批准的68家,地方政府批准的3家。批准发行总规模为58.22亿元,实际募集57.07亿元。从地区分布情况看,设立基金最多的省(市)是广东(12家),其次是黑龙江(6家)、沈阳(6家)、大连(5家)、江苏(5家)、深圳(4家)、湖南(4家)和江西(4家)。以上8个省(市)发行的基金数量占全国基金总数的60%以上。从审批时间看,成立最早的基金是珠信基金和武汉基金(分别为1991年7月和10月),成立最多的年度是1992年,该年批准成立的基金达57家,占全部基金的76%,其次是1993年(10家)和1994年(6家)。从基金类型看,绝大多数基金(72家)为封闭式契约型,只有淄博、半岛、南山基金为封闭式公司型,有一家号称开放式,但实际上也是封闭式。因此,目前我国还没有开放式基金。既然是封闭式,就存在一个期限问题。从统计情况看,最短的为2年,已清盘;最长的为20年,有近1/3的基金(21家)没有定期限。规模最大的基金是深圳的天骥基金(5.81亿元),其次是蓝天基金(3.79亿元),最少的才1000万元(武汉基金第一期)。发行价格为基金单位面值(除江苏两家基金单位面值为壹佰元,沈阳一家基金单位面值为壹拾元外,其余基金单位面值均为壹元)加手续费,手续费率最高为面值的15%,一般在3%左右。

此外,我国还有基金类证券(受益券、组合凭证等)47家,除广州开信投资券外,其余都由人民银行分行批准。批准发行规模16.96亿元,实际募集规模15.33亿元。40家基金类证券是1992年批准发行的,其余为1993年批准发行(2家)和1994年批准发行(5家)。期限多数在8年左右。从地区分布看,批准最多的省是江苏(25家),其次是浙江(7家)和河南(5家)。

从以上情况看,我国基金和基金类证券一级市场的特点可以概括为以下几点:(1)基金规模普遍较小。基金平均规模不到8000万元(7609.33万元);基金类证券平均规模才3000多万元(3261.70万元)。(2)绝大多数基金(76%)和基金类证券(85%)是1992年批准发行的,因此,可以说,这一年是基金发行年。(3)审批机构基本上是人民银行分行,总行只批了4家,地方政府批了4家,分行批了114家,占总数的93%以上。(4)所有成立的基金都是封闭式的,除3家基金外,其余都是契约型的。这一特点,虽然不符合国际基金市场的现状,却非常符合基金市场的发展史。(5)通过发行基金或基金类证券募集资金最多的省、(市)是深圳市(13.7亿元),其次是广东省(12.97亿元)和江苏省(11.45亿元)。以上三省(市)募集资金占全国募集资金的52.64%。

二、流通市场

到1995年7月底止,全国共有21个省(市)的51家基金在国内证券交易所、交易中心挂牌上市,换句话说,68%的基金已完全解决上市流通问题,其余的基金事实上也在柜台解决了上市流通问题。上市基金规模达36.33亿元,占全部基金规模的63.66%。有30多家基金是人民银行分行批准上市的,其余基金基本上为上市交易场所批准上市的,个别的是地方证监会批准上市的。从上市时间看,大都集中在1992年(14家)、1993年(20家)和1994年(16家),1995年只有1家上市。这些基金基本上在各地证券交易中心挂牌上市,少数直接或间接在证券交易所挂

牌交易。基金价格长时间内稳定在1~2元之间,即在基金单位面值上下波动,与基金单位资产净值相差不多。但是,在1995年8月以后的几个月,即在中国人民银行、财政部、证监会决定整顿证券回购市场以后,基金价格和商品期货价格都异常波动。特别是直接或间接在深圳、上海两个证券交易所挂牌上市的几家基金单位价格从1元多暴涨到4~5元,大大偏离了基金单位资产净值。并且,这次基金板块式地上扬,与股市没有联动关系。资本流动及其代表的利益关系,是真正的原因。

此外,我国还有8个省(市)的11家基金类证券在证券交易中心、交易所上市流通,流通量为5.46亿元,基本上都是于1994年经人民银行分行和各地交易场所批准上市的,价格接近资产净值。

不难看出,我国基金流通市场具有以下特点:(1)与发行市场密切联系,已发行的基金同所有有价证券一样,具有上市流通的内在压力和动力。(2)基金流通市场主要集中在各地开办的证券交易中心,少数直接或间接在证券交易所挂牌上市(约占20%)。(3)基金价格长期稳定在基金单位资产净值上下,具有长期投资价值,少数基金价格过度偏离基金单位资产净值,演变为股票一样的投机工具。(4)多家审批上市。人民银行分行、交易所(中心),以及地方证监会都参与审批上市工作,给二级市场留下了一些隐患。

三、基金当事人

我国基金当事人有基金发起人、基金管理人和基金托管人。基金投资顾问、会计师、律师可以视为相关人士。到1995年7月底止,我国基金发起人共有100家。其中,人民银行2家,国有商业银行2家,其他商业银行5家;银行所属信托投资公司25家,一般信托投资公司26家,证券公司20家,保险公司3家,财政机构1家,一般企业16家。基金类证券发起人45家。其中,国有商业银行1家,其他商业银行1家,银行所属信托投资公司15