

中国投资
发展报告



迈向稳定的 中国 证券市场

上海财经大学投资研究所

课题组组长·潘洪萱 储敏伟

课题副组长·杨大楷 应望江



文匯出版社

迈向稳定的 中国 证券市场

上海财经大学投资研究所



课题组组长·潘洪董 储敏伟
课题副组长·杨大楷 应望江



文匯出版社

中国投资发展报告
迈向稳定的中国证券市场

编 著/ 上海财经大学投资研究所
责任编辑/ 黄 勇
封面装帧/ 王建纲

出版发行/ 文匯出版社
上海市虎丘路 50 号
(邮政编码 200002)

经 销/ 全国新华书店
印刷装订/ 上海青浦任屯印刷厂
版 次/ 2000 年 4 月第 1 版
印 次/ 2000 年 4 月第 1 次印刷
开 本/ 850 × 1168 1/32
字 数/ 360000
印 张/ 14.5

ISBN 7 - 80531 - 758 - 5/F · 43
定 价/ 30.00 元

名 誉 主 编:陈森田

课 题 组 组 长:潘洪萱 储敏伟

课题组合副组长:杨大楷 应望江

课题组成员(按姓氏笔划为序):

王 一	王洪卫	王澄宇	方 芳	李 伟
李 昆	刘 伟	刘 念	刘鲜芳	许志清
杨大楷	杨大力	连 涟	应望江	周 琴
徐 菁	凌 泓	曹建元	彭晓播	储敏伟
翟瑜静	潘洪萱			

前 言

由上海财经大学乾隆基金资助、上海财经大学投资研究所首次以中国投资发展报告形式组织编写的《迈向稳定的中国证券市场》一书与广大读者见面了。这是一个连续性的追踪中国投资发展的课题,它努力以学者的视角而非投资者或官方的视角,面对现实提出问题,调查研究,阐述经分析研究后的观点、结论与建议,供政府有关主管部门、证券商以及中介机构参考。

书的总体结构是由三大部分组成:第一部分就中国投资状况作总的概况性描述与评价;第二部分是投资发展报告的重点,1999年度的重点是中国的证券市场;第三部分是专题报告;最后加上必要的附录。

长期以来,中国的经济发展是投资拉动型;近年来,逐步向投资与消费双拉动发展,扩大内需已成为我国的长期政策。随着我国改革开放的不断深入、经济全球化趋势的加速,我国经济发展日益与国际政治经济紧密相联,就引进外资来说,到1998年中国已连续六年成为世界引进外资的第二大国(仅次于美国)。因此必须时刻关注国际形势的变化。

现在国际形势是,政治多极化和经济全球化趋势依然在继续发展,世界范围内的经济结构调整以及现代科技的日新月异,使国际政治经济形势发生着深刻变化。尽管强权政治和霸权主

义欲求一逞,和平与发展仍然是时代主题。在世界经济中要特别关注如下三个动向:一是发达国家的产业结构、产品结构、企业结构正在发生大变动,新兴产业迅速形成与发展,特别是信息产业的发展,促使传统产业发生根本性变革。二是随着现代科技的日新月异及被广泛运用,知识或智力资源的占有、配置、生产和运用已成为经济发展的重要依托。三是跨国公司的迅速扩张,引起了投资方式和国际分工的变化,加速了生产、投资、贸易、金融的全球化,即密切了全球经济联系,又加剧了国际竞争。

国内的形势是在改革开放和社会主义现代化建设取得重大成就的同时,面临着长期积累的深层矛盾和问题,面临着经济发展阶段性变化所提出的挑战和世界经济变动所造成的影响。改革正处在攻坚阶段,发展正处在关键时期。

1999 年由于实施积极财政政策,扩大国内需求,预计经济增长达 7.1%,经济增长目标能够实现。国民经济继续保持良好态势,当前经济运行具有如下五个特点:一是国债投资有效地促进了经济增长。这两年,国家增发 2100 亿元国债,带动了银行贷款和社会投资。据统计,国债投资项目有 5000 多个,建设总规模达 2.2 万亿元,目前已完成一半工作量。据测算,1999 年新增国债投资拉动经济增长 2 个百分点。二是转变经济增长方式取得实质性进展。1999 年国债投资在继续加强基础设施建设的同时,增加了对产业升级和科技进步的投入,支持了企业的技术改造、重大装备国产化、高技术产业化等,办了多年想办的事情,而且没有出现重复建设。三是城乡居民收入增长较快。据统计,国家财政为增加居民收入共支出 540 亿元,使全国 8400 多万人受益,居民收入的提高有力地拉动了消费需求的增长。四是征收利息税、实施个人消费信贷、改善城乡消费环境等,使市场销售开始转旺,全年社会消费品零售总额实际增长

10%。五是外贸出口开始回升。从1999年7月,外贸出口扭转了自1998年8月以来持续一年的下降局面,增长逐月加快。

由于近几年来,国家在投资领域改革与发展的脉络始终是:培育和发展多元化投资主体,拓展资金来源的多渠道;转变融资方式,扩大直接融资规模;加快投资运作市场化,提高资金使用效率。因此,希望尽早建设起一个稳定、健康发展的证券市场。

让我们回顾证券市场前进的历史:它从一开始是在邓小平同志“允许看,但要坚持试”的指示下建立起来,在“摸着石头过河”的探索推进的整个过程中,从来没有过坦途。这或许是适合中国国情,是符合中国证券市场成长的内在规律的。不过,不管怎么跌跌撞撞,路是走出来了。现在的问题是如何能稳健大步前进,更好地在发展中解决问题。因此,我们取书名为《迈向稳定的中国证券市场》。

1999年的中国股市发生了被称之为“历史性的转折”。与过去的年代一样,道路是崎岖不平的。年初,在反复寻底中走过冰冷的寒夜;年中,在有史以来爆发的最迅猛的上攻行情(从5月19日至6月30日,仅33个交易日,沪市从1058点上涨至1756点;涨幅698点;6月25日沪市以439亿的成交量创历史最高)中写上最辉煌的一页;年末,则在长达半年之久的调整行情中步入漫漫熊途。全年刻出了一条由弱到强、由盛及衰的陡峭年线。12月30日以低调结束股市全年交易,沪市年度涨幅为19.18%,深市年度涨幅14.25%。沪深股市成为世界上少数几个全年升幅很小的股市。面对连续6个月的下跌,股民提出了一连串的问题:

1. 为什么全球主要股市大多在连续性地上涨,而中国的股市7月以来连续性地下跌?

2. 为什么管理层在1500点以上高位的时候,经常发利好,

偏偏跌到了 1471 点以下的时候,利好不提?为什么相反到了 1422 点以下的时候,本应缓发、缓上的新股,而管理层却加快了国有股配售、新股发行与上市的节奏?

3. 为什么股民呼吁“以老股配售新股”都已经一两年时间了,市场批评管理层在新股发行问题上“治标不治本”也有相当时间了,可为什么时至今日仍没有改变?

4. 为什么基金以及所谓的战略投资者,能够几乎无条件地参与新股配售,而占股市 90% 以上的散户不能参与新股配售只能参与摇号中签?难道基金与所谓的战略投资者才是市场的中坚与宠儿,而散户作用可有可无?“三公”原则何在?

5. 为什么我们的市场总是不够对称、不够透明,总是部分机构主力操纵市场,甚至操纵舆论然后操纵股民的命运?为什么几乎每年都是只有“战略投机”行情、每年股市都是一上一下的骆驼市、每年股市都大起大落、每年都表现出不稳定的过江龙特性?

6. 为什么我们建设战略投资者队伍的思路与方案,总是从基金、保险金等传统思路上着手,偏偏较少考虑通过改革一级市场、将股市的过江龙资金转变为真正的战略投资资金?为什么不将屯积于一级市场的 2000 亿元~4000 亿元的资金,部分转变和引导为二级市场的战略投资资金?为什么新投资发行与上市、国有股的配售,总是股民的绿油油的噩梦,不能成为全体股民的机会、快乐与节日?

1999 股市最值得人们反思的莫过于一年来管理层调控股市的政策思路与市场效应。

究竟应怎样认识 1999 年 6 月 15 日《人民日报》刊登的特约评论员文章所作的“近期股市反映了宏观经济发展的实际状况和市场运行的内在要求,是正常的恢复性上升”及“证券市场

具备了长期稳定发展的基础”这一评价？

怎样看待 1999 年以来政策走向与市场走势相悖这一现象？的确，1999 年证券市场地位空前提高，7 月 1 日正式实施了《中华人民共和国证券法》，市场地位首次以法律形式确定了下来，可是就在当天股市见顶回落，沪市再挫 129 点！？下半年政府发展市场举措不断出台，诸如银行开始向证券公司拆借资金，商业银行重新入股市，国有企业等“三类企业”被允许买卖股票以及国有股配售试点启动，证券公司被批准进行增资扩股（有条件一年内还可进行几次）。在连续降息后还开征了“利息税”，频频处罚上市公司不规范行为，等等，可是股市就是上不去！？

怎样认识“启动股市就是启动经济”、“股市具有财富效应”等理论判断？

总之，1999 年下半年的股市走势与世界各大股市迥异，从中暴露了我国股市的市场机制、上市公司等一系列问题，引起了管理层、各方专家、证券商、所有股民等的思索、研究。例如，中国证监会首席顾问、前香港证监会主席梁定邦认为中国证券市场需要在多元化的金融产品、多元投资主体，稳定的严格执行的游戏规划与市场的透明以及高效率低成本的市场交易制度，四个方面优先关注，努力做到。

本书的第二部分用 3 章篇幅就中国证券市场的主体、客体与监管阐述我们的观点与认识，并对 2000 年作了展望。我们认为 1999 年中国股市已经出现了转折性的变化，但毕竟是走出的第一步，难免出现以上的各种问题。如果 2000 年针对以上问题，再能出现大的转折，那么，股市一定会发展得较好。

2000 年内我国会加入 WTO，这是大好的机遇，当然也会带来相当严峻的挑战。对于我国股市，只要我们把握好“度”，就会对我国证券市场的健康发展构成长期利好。面对由发达国家

发起的、以跨国公司为直接动力的世界性产业结构、产品结构、企业结构的大调整,我国加入世贸有利于正在进行的产业结构战略性调整市较快到位,促进趋于衰落的行业和上市公司进行资产重组,缺乏竞争力不强的部分国有大中型企业日子会更难过;纺织、机电等劳动密集型行业竞争力会加强,通信、电脑、汽车、医药等技术密集型行业分化会加剧;证券市场资源配置功能将得到进一步发挥。

加入世贸后,我国的金融服务市场将进一步开放,国际金融资本进出我国的频率加快,最近政府又决定在国内的外国独资或合资企业可申请上市 A 股及 B 股,我国证券市场的资金来源会扩大,同时会带来新的金融产品和经营理念。

加入世贸后,我国宏观调控能力将加快市场化步伐,证券市场规则将细化、严格,加速国际化;国家在采取各式保护措施的同时,学会通过市场手段调控国际资本的供求,抑制国际炒家的过度投机活动。

本书由储敏伟、杨大楷、应望江和我四位同志拟订提纲,形成框架后,曾征求过申银万国证券公司、上海证券交易所等有关单位的专家的意见,作了一定的改动。然后他们三位分兵把口,最后由我阅读全书修饰,对部分章节进行较大的删节和必要的补充。由于我们水平有限,时间紧迫,不妥之处在所难免,恳请有关专家、管理者及广大读者批评指正。

潘洪萱

2000 年 1 月 9 日

前言	(1)
----------	-------

第一部分 中国投资运行描述与评价	(1)
------------------------	-------

第一章 经济增长中的固定资产投资	(3)
------------------------	-------

一、1991 ~ 1998 年固定资产投资状况回顾	(3)
---------------------------------	-------

二、1999 年固定资产投资状况分析	(17)
--------------------------	--------

三、现阶段我国固定资产投资领域中存在的问题 及改革调整思路	(23)
--	--------

第二章 结构调整中的金融资产	(35)
----------------------	--------

一、我国金融资产规模与结构变迁描述	(35)
-------------------------	--------

二、金融资产结构国际比较与评价	(39)
-----------------------	--------

三、1998 ~ 1999 年支持结构调整的重大金融 政策评述	(51)
--	--------

四、金融资产结构调整的变化趋势和预测	(60)
--------------------------	--------

五、关于结构调整的金融经济政策建议	(69)
-------------------------	--------

第三章 开放经济中的资本流入与流出	(74)
-------------------------	--------

一、资本流入状况与我国外资外债分析	(74)
-------------------------	--------

二、资本流出状况与我国境外投资及资本外逃	(96)
----------------------------	--------

第二部分 迈向稳定的中国证券市场	(107)
第四章 重塑市场主体	(109)
一、进一步规范中的政府	(109)
二、整合中的证券商	(122)
三、向新领域推进的商业银行	(145)
四、增强市场功能的契约性金融机构	(161)
五、跨越解困障碍的国有企业	(170)
第五章 发展市场客体	(193)
一、持续扩容的股票	(193)
二、规模化发展的基金	(215)
三、市场深化中的国债	(243)
四、培育中的企业债券	(262)
五、审慎推进的衍生工具	(283)
第六章 健全市场监管	(300)
一、提高政府监管水平	(300)
二、规范行业自律管理	(316)
三、强化内部风险控制	(326)
第三部分 专题报告	(337)
专题报告一、变革中的中国投资体制	(339)
一、传统投资体制的形成和发展	(339)
二、投资体制的初步改革和探索	(346)
三、投资体制改革的深化和创新	(356)
四、新世纪投资体制改革的展望	(360)
专题报告二、起步中的中国创业板	(365)

一、香港创业板市场的特征·····	(365)
二、设立香港创业板市场的重大意义·····	(369)
三、香港创业板上市规则·····	(371)
四、创业板市场在中国的发展趋势·····	(382)
专题报告三、完善中的中国投资环境·····	(391)
一、经济环境分析·····	(391)
二、政策环境分析·····	(399)
三、法律环境分析·····	(410)
四、社会文化环境分析·····	(416)
五、心理环境分析·····	(422)
六、部分行业的投资前景·····	(424)
附录:1999年中国证券期货市场大事记·····	(435)

Towards A Stable Securities Market

Preface

Part I Description and Evaluation of Investment in China

Chapter 1 Fixed Asset Investment In A Growing Economy

- 一、Review of fixed asset investment in year 1991 - 1998
- 二、Analysis of fixed asset investment in 1999
- 三、Existing problems and resolution in the field of Fixed asset investment

Chapter 2 Financial Asset Supporting Structural Adjustment

- 一、Evolution of scale and structure of financial asset
- 二、Comparative analysis of financial asset in various countries and appraisal of structural adjustment
- 三、Major policies in 1998 - 1999 supporting structural adjustment
- 四、Prediction of the trend financial asset in a structural adjustment scenario
- 五、Financial policy recommendation concerning structural adjustment

Chapter 3 Capital In - out flows In An Open Economy

- 一、Constraints on capital inflows and outflows
- 二、Capital inflows and foreign debt
- 三、Capital outflows and overseas investment and capital escape

Part II Towards A Stable Securities Market

Chapter 4 Re-establish Market Participants

- 一、Government with a further regulation
- 二、Securities Companies in a conforming process
- 三、Commercial banks entering into new field
- 四、Financial institutions enhancing market function
- 五、SOEs over obstacles

Chapter 5 Develop A Comprehensive Scope Of Securities

- 一、Expanding stocks
- 二、Enlarging funds
- 三、Government debt instruments in marketization
- 四、Corporate bonds in development
- 五、Derivatives under cautious application

Chapter 6 Complement Securities Market

- 一、Improve government supervision
- 二、Regulate industry self-management
- 三、Enhance internal risk control

Part III Special Features

- 一、Investment system in transition
- 二、Venture capital in initial stage
- 三、Investment environment towards perfection

Appendix: Major Events of China Securities Market 1999

第一部分

中国投资运行描述与评价

- ★ 经济增长中的固定资产投资
- ★ 结构调整中的金融资产
- ★ 开放经济中的资本流入与流出

