

美国

证券市场 导览

从中国股市国际接轨大趋势谈起

著者

美国证券市场华人资深金融界人士：

郭亚夫 庞忠甲 费查理

学林出版社



美国

证券市场 导览

从中国股市国际接轨大趋势谈起

著者 美国证券市场华人资深金融界人士:

郭亚夫 庞忠甲 费查理

学林出版社

作者简介

郭亚夫(Yafu Guo)

美国天骄基金管理公司总裁,天骄基金经理人,长期为公司及高收入的个人投资管理资金。在美国获物理学硕士和金融学硕士学位,他将坚实的投资理论知识和多年的实际投资经验结合,形成自己独特的投资和风险管理风格,且成绩出色。尤其在2000和2001年美国股市连续下跌的恶境下,天骄基金回报达到26.03%,而同一时期的美国股票基金平均下跌了17.1%,作为股市业绩重要评判指标的标准普尔500指数则下跌了21.86%。其广泛的实际投资经验和丰富的市场操作知识广受投资者的青睐。

郭亚夫先生是北美金融界的活跃人物,任北美华人投资协会副会长,并长期接受美国、中国、中国香港和台湾地区多家电视媒体的专访,为多家美国报刊、杂志和金融网站撰写投资评论。

庞忠甲(Paul Pang)

纽约华尔街金融研究中心主任。20世纪90年代转入美国金融业,致力证券市场趋势分析,热股选评追踪和特种类股研究。曾为华尔街金融通讯公司主持专家评论,发表论述三百余篇;受聘华尔街金融学院客座教授;主持多媒体电视专题讲座。

费查理(Charley Fei)

美国华尔街金融学院院长,美国蓝德堡金融公司总裁。原在中国社会科学院从事科研工作,20世纪80年代末到美国留学,攻读金融、经济、社会学等专业,美国南新罕布什尔大学经济学硕士,美国纽约州立大学硕士,博士候选人。曾为金融学院主

讲 12 门证券金融课程,并经常为美国多家电视台、香港凤凰、中天、台北电视台作过二百多次采访,在多家美国报刊、金融网站发表金融文章六百余篇,接受中国《瞭望》、《中国证券报》等报刊专题采访。其事迹已列入《世界华人名人大辞典》。

目 录

第一章	中国股市国际接轨大趋势漫话	1
第二章	保证金账户透支投资	60
第三章	期权交易的妙用	83
第四章	卖空的功能、意义及其可用性	108
第五章	退休、教育计划及其投资组合	129
第六章	共同基金面面观	161
第七章	对冲基金方兴未艾	192
第八章	上市的规则与应用	218
第九章	建立健全证券监督管理制度	240
第十章	完善证券经纪人和投资顾问制度	264
第十一章	漫话新兴行业“当日交易”	278
第十二章	证券投资电子网络化	296
附录	名词解释	320

第一章

中国股市国际接轨大趋势漫话

引言——十年有成，锦绣前程——WTO 带来机遇和挑战——转型期超常风险——整顿先行，稳步开放——监管机制思考——国有股减持和产权改革——从投机市场到投资市场——创业板和风险投资——外资抢滩和券商角逐——一切为了“软着陆”——新招纷陈数今朝

引 言

股份制经济的出现,开通了向社会大众筹集资金的渠道,并实现了资本社会化。

建立股票市场,是发展市场经济的需要,其首要功能为筹集资金。此外,还有利于促进上市公司转换机制,建立现代企业制度;在流通中优化资源配置;以及分散经营和投资的风险。

一家股份公司的每份股票代表了一份股权。作为有价证券,股票的价值反映了公司的资产、业绩、信誉和发展前景,其中主要取决于公司的赢利效果。购买股票,就是向发行股票的公司进行投资。企业的所有者为拥有股权的广大投资股东,股东代表大会选出的董事会是公司的最高领导机构,企业经营者对董事会负责,所有股东将共同分享公司的经营成果,当然也要共同承担公司的营业风险。

事实上任何一种投资都有一定冒险性和投机性;即便你把钱存入银行,并有不惧银行倒闭的联邦保险,至少仍然存在通货膨胀的风险。一般说来,你追求的投资报酬越高,承担的风险也越大。

人类社会形形色色的“证券”交易由来已久,公司股票则还是近代出现的事物。通常公认 17 世纪初叶荷兰的东印度贸易公司发行第一份普通股票,而阿姆斯特丹交易中心(Amsterdam Bourse)为最古老的证券市场。阿姆斯特丹交易中心开始时借教堂为址,最初巴黎的股市设在一座桥上,伦敦在凉亭中起步,华尔街市场则在路边梧桐树下交易。19 世纪以来,这些交易市

场有了比较完备的设施和管理法规。进入 20 世纪,纽约、伦敦、东京、苏黎世、墨尔本、多伦多和中国香港都有了大型交易所。美国华尔街和日本东京的证券市场历史虽然较短,但它们后来居上,现在的规模都已超过了欧洲市场的总和。19 世纪 60 年代前的主要证券交易对象为公债券,70 年代后,随着股份公司迅速发展,股票渐占重要地位。

如果一个国家的经济在发展进步,尽管时有起伏,各家公司的
发展水平也有高下,就长期总体而言,股票平均市值呈波浪形
上升趋势。按照历史纪录,美国在过去 70 余年中的平均每年投
资收益率约为:股票 11%,长期公债 5%,短期公债 3.5%。而
通货膨胀率为 3.3%;代表优质蓝筹公司的道·琼斯股票指数
在 90 年代平均每年增长高达 18%。显然股票的长期增值效果
表现较佳。因此,聪明的银行家会利用你的部分存款去购买股
票获利,退休基金、保险公司、信托公司和各种共同基金也都将
庞大资金投资股市。目前这些金融机构买卖股票的总价值约占
纽约证券交易所(New York Stock Exchange)成交总值的
80%,而一般散户投资者约占 20%。

美国 and 西方国家的证券交易已有 200 多年历史,历经沧
桑。就近代来说,1929 年开始的大萧条,促成了市场大幅改
革。美国自此成立了证券交易委员会(Securities & Exchange
Commission—SEC),制定了比较完整的证券法规,防止证券市场
被少数人垄断和进行不当投机。因此一直到 70 年代,市场投资
多于投机,也很少有投资者一夜暴富的。进入 90 年代,交易方式
转向电脑化,操作简便迅速,弹指间投机博弈立见分晓的“短线交
易”以至“当日交易”之风大盛,股市更趋活跃,但投资风险和市场
振荡性暴增,如何加强规范和管理,已成为新时代的一项新课题。

20 世纪 70 年代初,全球股市市值规模初次突破 1 万亿美

元,美国股市曾高占全球的60%以上。以后十余年间,日本和许多发展中国家股市迅猛成长,非洲有埃及、摩洛哥和象牙海岸等开市,拉丁美洲的巴西和墨西哥均有快速成长,而亚洲地区诸如印度、印尼、马来西亚、泰国、韩国和中国台湾,尤有奇迹般表现。该期间世界股市规模增长约10倍,1989年时全球总市值超过了10万亿美元,交易量也相应同步攀升。

20世纪80年代中后期,由于美元贬值和日本股市规模急剧扩大,日本股市市值超过了美国,在全球的比重跃居到了45%左右,美国股市比重一度下降为30%左右,欧洲市场则一直大体保持在20%~25%的范围。过多泡沫的“日本奇迹”难以为继,近十年来日本经济陷于长期衰退。90年代后期,爆发了亚洲金融危机。期间美国以强大的科技实力为后盾,稳居世界经济龙头地位,尤得益于引领互联网信息科技革命潮流,出现了近十年经济持续快速成长的佳绩。美国股市规模相应不断扩增,戴上奇迹光环的新兴高科技网络股最受恩宠,因疯狂追捧创出了积聚大量泡沫的漫天高价。2000年3月美国股市主要指数达到巅峰状态后大幅向下修正,并因进入周期性经济衰退以及国际恐怖主义袭击的负面影响,美国股市经历了两年多的低迷徘徊,2002年春,经济复苏信号频现,但因公司严重欺诈案件纷纷暴露,导致华尔街信心危机,股市反复振荡下挫,直至下半年始现转机。2001年美国股市总值为10万亿美元左右,约占全球比重的一半。

十年有成,锦绣前程

中国在20世纪70~80年代之交走出了“文化大革命”的阴

影,实行经济改革和对外开放的新政策。20 余年来成长迅速,以突飞猛进之势,从世界排名敬陪后座的封闭自给自足型经济发展成了全球第六大经济体,全国相当大部分地区进入了梦寐以求的小康境界。2001 年全球性经济衰退之际,世界平均国内生产总值(GDP)增长仅为 1.5%(美国 1.1%),中国 GDP 首次突破 9 万亿元人民币,增长高达 7.3%,外贸总值首次突破 5 000 亿美元,增长 7.5%。如果综合计算 2001 年度各国货物贸易和服务贸易进出口总和,中国第一次成为世界第四大贸易体,仅次于欧盟、美国和日本,超过了加拿大。近十年来中国两次成功地克服了全球经济衰退的冲击,逆流而上,一直是全球经济增长率最高的国家。表 1.1 选列了中国 1995 年以来部分主要全国性经济指标。

表 1.1 1995~2001 年中国主要经济指标选列
(所有数据除注明者外,均为亿元人民币)

项 目	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
国内生产总值(GDP)	58 478	67 885	74 463	78 345	81 911	89 404	95 800
GDP 增长率(%)	10.5	9.6	8.8	7.8	7.1	8.0	7.3
消费者价格指数(%)	17.1	8.3	2.8	0.8	-1.4	0.4	
城镇人均收入(元人民币)	4 283	4 839	5 160	5 425	5 854	6 280	6 795
乡村人均收入(元人民币)	1 578	1 926	2 090	2 162	2 210	2 253	2 343
失业率(%) *	2.9	3.0	3.1	3.1	3.1	3.1	

续 表

项 目	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
广义货币供给量 (M2)	58 230	76 095	90 995	104 499	119 000	134 600	
广义货币供给量 增长率(%)	29.9	30.7	17.1	15.3	14.7	12.3	
美元汇率(一美元 可兑人民币元)	8.4	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3	
外汇储备(亿美 元)	736	1 050	1 399	1 450	1 547	1 656	
政府总收入	6 242	7 408	8 651	9 876	11 444	14 760	
税收	6 038	6 910	8 234	9 263	10 633	12 660	15 157
内债	1 511	1 848	2 412	3 229	3 702		
外债(亿美元)	1 066	1 163	1 310	1 460	1 518		

资料来源：中国国家统计局：《中国统计年鉴》和《中国统计月报》；道·琼斯新闻；CNN 外国广播资讯；www.insidechina.com、《财经时报》等。

注：* 不包括流动失业人口

中国于 1918 年起，北洋政府先后批准在北京、上海和天津设立证券交易所。上海曾经成为名列纽约和伦敦之后的全球第三大证券交易市场、国际银行和券商荟萃之地。中华人民共和国成立后，为疏导游资、稳定金融、恢复经济，曾在 1949 年 6 月和 1950 年 2 月先后成立天津和北京交易所，随着预定任务基本完成而告结束。中国由于实行计划经济和生产资料公有化，此后取消了股市交易。

1978 年中国开始经济改革，作为邓小平主导的经济改革政

策的一项重大试验,1984年上海开始有企业发行股票,1986年中国工商银行设立股票交易台;1990年,上海重建股市,翌年,深圳特区开设股市。1990年中国股市市值占国内生产总值(GDP)的比例近乎零,到2001年已增长到了50%左右,在国民经济中的地位举足轻重;2002年4月中国已有约6700万个股市投资账户。

中国老百姓有了余钱,传统习惯存入银行,储蓄以备不时之需,无疑这是一种简单可靠的理财之道。中国家庭的人民币储蓄总额超过8万亿元,折合为近1万亿美元。另外,在国内银行账户中还有近千亿美元外汇储蓄。然而今天已有数以千万计的人们认为股票或债券是理想的投资对象,当然,也有不少人视为冒险投机,不敢轻易问津。据中国人民银行2001年第四季度城镇居民储蓄问卷调查显示,以储蓄作为金融资产的储户比例为64%,比上年同期下降了8个百分点,而主要拥有股票、债券等金融资产的储户比例显著上升。今天股市已成为中国日常经济生活的组成部分,在建立现代企业制度,吸引民间投资,培养金融意识,稳定社会等方面发挥着不可替代的作用。

2001年底,中国在上海和深圳的股票市场各有646和514家公司挂牌上市。据中国证监会统计,1991至2001年中国股市境内外募资达7727.09亿元。按股种计,现有A股1136家,B股112家,H股61家;A、B股兼有者88家,A、H股兼有者23家,纯A股1025家,纯B股24家,纯H股38家;总市值约45000亿元人民币(接近国内生产总值一半,相当于5590亿美元,其中三分之二非流通股按可流通股市值计算),晋身亚洲股市前列,规模仅次于日本和中国香港。2000年在北京举行的“中国资本市场论坛”上,许多国际观察家相信,如果中国未来十年维持改革开放和经济成长的势头不殆,2010年前中国股市的

总市值将增加到 13 万亿元人民币,超越日本,成为亚洲之最。

今日上海证券交易所新址所在地浦东,原来是一片村野,已迅速发展成为现代化国际金融中心,并被看好在不久的将来取代香港,成为亚太地区首席金融中心。

2001 年国际股市哀鸿遍野之际,中国 A 股指数在沪、深两市分别上涨 53.3% 和 46.7%,增幅高居世界前茅。

中国在 2001 年 12 月 11 日正式加入世界贸易组织(World Trade Organization—WTO),成为该组织第 143 名成员,体现并加强了中国实行根本改革的决心,将为经济改革和发展带来巨大动力,意味着中国股市新一轮大变革的开始。

WTO 带来机遇和挑战

中国政府坚持以发展经济为中心和深化改革开放的方针大计,经济持续稳步高速增长,民营经济比重逐渐增加,市场竞争机制发展势头良好,并因“入世”前后积极适应挑战,权力交接平稳过渡,发展进步绩效和势头全球独秀。当前国际环境对中国仍然非常有利,特别在发生 2001 年“9·11”国际恐怖主义袭击事件和 2002 年美国企业界信任危机以后,全球性不安气氛弥漫之际,人们尤其看好刚刚“入世”的中国,深受中国市场的稳定性、发展潜力和无限商机的吸引;国际资金正在加速流入中国,尽管现在美国仍然是最大的外国资本投资地,但中国已悄然升到了第二位,2001 年创下了吸引外资近 500 亿美元的新纪录。

对于中国“入世”后的前景,除了普遍看好外,也存在谨慎甚至悲观的估计。事实上中国经济领域在金融、财税、就业、农业

等方面都存在难题。突出的有：

- (1) 金融业四大国有银行不良资产；
- (2) 国有股减持与上市公司治理；
- (3) 下岗失业与农业剩余劳动力；
- (4) 财政赤字与扩大内需的关系；
- (5) 加入 WTO 后如何增加农民收入等。

一位叫章家敦的先生在他的一本书中视中国“入世”为压垮骆驼的最后一根稻草。他以为 WTO 释出的市场力量将威胁“脆弱的银行系统、奄奄一息的国有企业”，却没有充分估计中国政治体制下的缓冲能力和正面转化因素的积极作用，随意地推断中国将在五年内被迫把国有银行全面暴露在外国竞争者的压力之下而走向崩溃。他的推断理所当然地受到各方面强烈的反击。

美国 Lehman Brothers 投资银行于 2002 年 2 月公布的一份研究报告提出了较有代表性的估计。该报告认为，中国经济未来 20 年具有保持年平均增长率大约 6% 的潜力；以此速度，“中国经济到 2030 年将超过欧洲任何一个经济强国，并且有可能取代日本而成为亚洲头号经济大国，同时成为仅次于美国的全球第二号经济大国”。这份研究报告还预测说：到 2020 年，中国服务业的发展将赶上农业和工业，中国国内市场购买力可能超过整个欧洲市场的购买力。报告指出：中国“入世”付出的“调整代价”一开始会压倒长期效益，因此“入世”初期可能会步履艰难，但从长远来看中国将受益。

中国为加入世界贸易组织而走过的 15 年的漫长道路是一次现代的长征。中国加入 WTO 的意义远远不只是进入了又一个国际组织，其影响可能超过自四分之一世纪前摆脱孤立进入联合国以来所参加的几十个组织中的任何一个。WTO 是国际

经济开放和公平商务竞争的主要支柱之一。加入 WTO, 接受 WTO 的规章制度以及与 WTO 宗旨相符的行为能够比任何其他国际组织都更有效地使成员方融入国际规则体系。而且, WTO 议事日程上的讨论题比其他大多数国际会议议程对普通老百姓日常生活产生的影响更大。

WTO 是按规则运作的体制。它要求各成员在开放各自的市场和回应其他成员不公正贸易做法时按国际贸易体制的规则行事。外商在与中国打交道中了解到, 中国过去与国际贸易体系打交道的方式常常受到主观随意、厚此薄彼和赢利主义的影响, 反映的往往是人治, 而不是法治。加入 WTO 将有助于纠正这种现象, 当然并非是一朝一夕, 而是需要经过一段时间, 加入 WTO 为健康的商业行为奠定了基础。

为符合 WTO 的要求, 中国将废止、修改和充实数千项法律、规章和地方法令; 中国在颁布法律和规章时必须具有透明度, 应让公众对新法律和规章的草案有一段评论期, 实际上中国已经开始这样做。

中国向 WTO 做出承诺要形成更多的内外竞争, 从而使市场更加开放。这些承诺要求中国允许进口产品同国内产品平等竞争, 包括将按照配额和关税率配额进口的产品的相当大一部分分配给非国有贸易企业。国有企业不再能够享有出口补贴。

工业补贴受制于 WTO 的规章制度, 如果工业补贴导致贸易反常, 有可能在 WTO 内受到挑战。

中国的 WTO 成员身份将保证中国以更扎实、更本质和更长远的方式与全世界的市场经济体系紧密关联。与领导人凭个人意志做决定的情形相比, 借用马克斯·韦伯(Max Weber)对历史发展进程做出的人治化阶段和制度化阶段的划分, 中国加入 WTO 标志着从前一个阶段向后一个阶段的转变, 这也是西

方所有成功的经济体所走过的道路。

目前中国在证券领域对 WTO 的主要承诺有五方面具体内容:

(1) 中国“入世”后,将允许外国证券机构通过在证券交易所设立的特别席位直接交易 B 股。

(2) 允许外国机构设立合营公司,从事国内证券投资基金管理业务,外资比例不超过 33%,加入后 3 年内,外资比例不超过 49%;合营公司可以从事 A 股的承销,B 股和 H 股、政府和公司债券的承销和交易,以及发起设立基金。

(3) 鼓励更多的中国优质企业境外发行上市。在继续鼓励境内企业到香港上市的同时,要稳步拓展包括纽约、伦敦、东京、新加坡、澳大利亚等证券交易所在内的国际证券市场。

(4) 随着各方面条件的成熟,逐步允许符合标准的外资企业来中国发行股票上市。

(5) 在适当时机,允许外资有控制、有步骤地进入中国证券市场。

转型期超常风险

中国证券市场十余年来成绩斐然,但风险之高,也令人担忧。

证券市场是国家经济体系中的重要组成部分,在很大程度上非常敏感地体现了各行各业以至整体经济运行所需资金的筹集、流通和应用的规模、水平和效果。

中国一枝独秀的经济统计数据的可信性常为少数海外人士

质疑,有的经济学家喜好自行搜集数据比对。可是,相反的意见认为,中国私营经济迅速增长的成果,存在瞒报少报现象,使得经济增长率统计结果偏低。也有人指出,即便没有虚假,但这种增长的“质量”也存在很大问题。1992年邓小平南方重要谈话发表后,出现了投资热,1994至1996年间信贷增长率高达每年20%~30%,几乎全部注入了国有企业。按市场效益计,这些企业的资金利用效率很低。

尽管如此,重要的是观察这个国家经济的发展大趋势。中国经济持续快速增长的趋势为证券市场提供的是牛市,而非熊市背景;但是这种正向的背景并不足以令人高枕无忧。

中国证券市场不仅存在其他市场经济国家普遍存在的一般风险,而且面临着“转轨时期新兴市场”特有的“失效”风险。在经济转型过程中,由于证券法律和监管往往滞后于市场的发展,加上企业和金融机构的治理结构不完善,因而极易使广大中小投资人的利益被少数人侵害,最终导致证券市场失效。俄罗斯和捷克都经历了这样的过程。20世纪90年代末,俄罗斯证券交易所的股价指数不断下挫,1998年比上年下降了90%,证券交易极度萎缩,证券市场的融资功能丧失殆尽,大量企业倒闭。在捷克,布拉格证券交易所1995年有1716家公司挂牌上市,到1999年初只剩下301家,它的50种主要股票指数的投资价值也下降了60%。必须指出,引发俄罗斯和捷克等转型国家证券市场失败的根源在中国同样存在。

此外,中国股市的运行机制还有许多与众不同之处。

中国股市深受政府政策影响,原来的计划经济体制及其运行机制,仍对证券市场产生强大的制约作用,是典型的政策性市场;常常凭一条政策或一则官方新闻就可以左右股市大起大落,因此有“政策市”之称。证券市场实际上是按照国家在特定时期