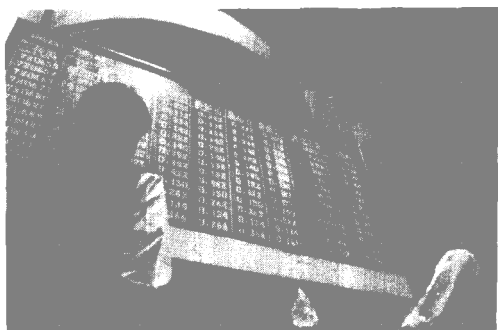




1

·大局观·

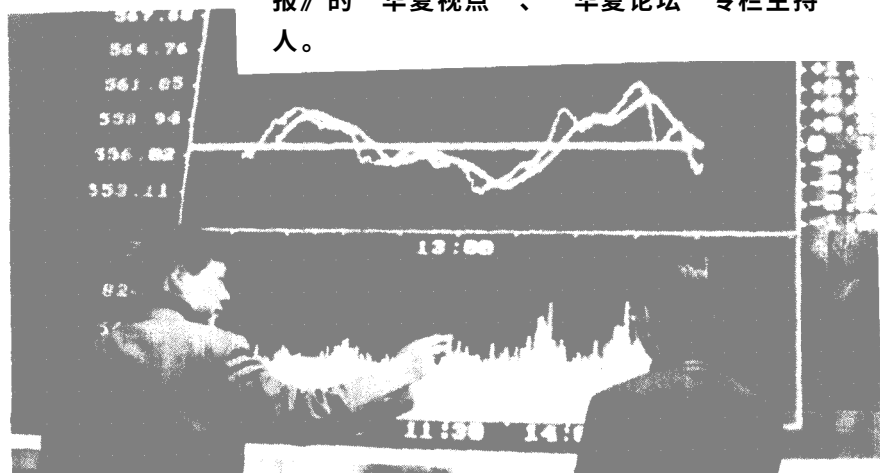
《中国证券市场的反思与展望》是方宗凯、曹海、朱朝阳，以其著名全国性大证券公司的高级研究人员和知名市场分析人士的眼光和功力，对 1996 年中国证券市场的热点进行了全盘剖析。

宏观经济形势作用于股市的问题，股市的总供给与总需求的变动关系问题，股票一级市场中中签率持续偏低与一、二级市场的衔接问题，股票二级市场交投异常活跃与政府如何引导的问题，股票的价格、价值与理性投资的问题，中国证券市场的功能问题，这些都是走过 1996 年的中国证券市场留给人们深刻思考和无法避而不谈的课题。作者对 1997 年中国证券市场大趋势的研判正是基于对以上这些问题的思考后所得出的结论。三位作者预测下行空间有限的沪深股市均有望展开新一轮的持续上升行情，“而这波行情将是最具爆炸力的”。

作者简介

方宗凯，男，曾在清华大学、北京大学、中美经济学培训中心（设于复旦大学）就读、深造，具有坚实的数理基础和经济学功底。现任华夏证券有限公司研究发展部副总经理，负责证券市场的分析和上市公司调研工作。他还是《中国证券报》等多家证券报刊的专栏作者和多家电台、电视台的特邀嘉宾。

朱朝阳，男，华夏证券有限公司研究发展部高级分析员。1991年毕业于中国科学院系统科学研究所，获硕士学位，此后曾从事证券组合分析、博弈论等基础理论工作，从1993年底开始从事股票二级市场的研究，并长期在中央电视台、中央人民广播电台等做市场分析与评论节目，是《中国证券报》、《上海证券报》的“华夏视点”、“华夏论坛”专栏主持人。



中国证券市场的反思与展望

方宗凯 曹海 朱朝阳

上篇 市场回顾与分析

1996 年是我国证券市场建设大发展的一年，在这一年中，不仅 A 股在二级市场上摆脱了长期低迷的困境，市场十分活跃，而且在一级市场、B 股市场、国债市场的发展方面也都取得一定的成绩，同时在市场规范化建设与管理、信息披露等方面都有明显的进步。虽然目前我国证券市场发展还处在一个不很成熟的阶段，仍存在不少有待解决的问题，但不可否认的是，1996 年里所取得的成绩是主要的。

一、A 股二级市场

对于 A 股二级市场来说，尽管在第四季度，由于过度投机致使沪深股市产生了巨幅的暴涨急跌，给 1996 年的证券市场留下了些许遗憾，但从整体上回顾 1996 年股市的发展，我们仍然可以说，1996 年中国股市是最近几年来最激动人心，取得成果最大的一年。不仅从年终收盘指数情况看，沪深两个市场较

1995 年有 80% 和 200% 以上的升幅，而且更重要的是，这个升幅是在市场容量高速扩大的背景下取得的，到 1996 年 12 月底止，两个市场上市公司总数达到了 530 家，比 1995 年底增加了 70% 多，使股市发展摆脱了“扩容等于利空”的思维定式，成功实现了在规模不断扩大的同时市场稳步走高，为市场进一步发展和最终走向成熟奠定了坚实的基础。

1.1996 年市场发展的三个重要阶段

从 1996 年市场的发展情况看，其整个历程可以分为以下三个阶段：

(1) 探底成功、暖流涌动。这一阶段从年初开始，一直持续到 4 月底 5 月初，由深市率先启动，在“深发展”等绩优股的领涨下，强劲上升，两个市场分别从年初的 530 点和 950 附近上攻回升至 660 点和 1500 点附近，升幅分别达到 25% 和 58% 左右，同时，成交量也由原来每天的几亿元稳步扩大，到 4 月中旬，两个市场的成交量基本稳定在 20 亿元以上，投资者对市场的热情和信心较年初有了明显的提高，尤其是深圳市场，在绩优股行情倍受瞩目的背景下，展开了一轮以“价值回归”为口号的全国市场需求大扩容，形成了“深强沪弱”格局的雏形。

(2) 需求激增、稳步走高。从 5 月初开始，深市首先突破一连串中长期技术阻力位之后，沪市也呈现大涨小回，稳步冲高的趋势，终于在 6 月初突破最后一条长达三年的长期下降压力线，宣告了三年来漫漫“熊市”的结束，开始走出新一轮长期上升的行情。此后深强沪弱越见明显，到 9 月初，深市成指摸高 2823 点，创出了 1994 年以来的指数新高。在这一阶段，市场明显活跃，投资者数量激增，虽然供给扩容速度不断加快，但需求的增长呈现更大的发展速度，成交量持续创出天量。

(3) 投机过度、巨幅震荡。在经过 8 月至 9 月将近两个月的小幅震荡整理之后，沪深两市从 9 月中、下旬重拾升势，且这轮

行情更见凶猛，从 9 月 20 日开始，两个市场分别从 750 和 2500 点启动，到 12 月初止，不到 3 个月的时间，不仅沪市突破了 1994 年高点 1052 点，最高升至 1250 点，并且深市不断创出历史新高，成指一度攀高 4520 点，两市累计升幅分别达到 65% 和 80%，而成交量则进一步扩大，两市成交总和长时间维持在 300 亿元以上，相当于流通总市值的 8% 左右。同时，个股行情异常火爆，甚至出现单日个股升幅达到 108% 的“东北电”现象，市场投机气氛十分浓厚。其间虽然从 10 月底开始中国证监会出台了一系列规范市场的措施，进一步加强了市场监管，并处罚了一批违规操作的证券机构，但市场投机热潮丝毫不见降温，直至 12 月 16 日发表了《人民日报》特约评论员文章《正确认识当前的股票市场》并公布了 1996 年新股发行额度 100 亿之后，市场急剧降温，出现大幅下挫，一周下跌幅度沪深两个市场分别达到 20% 和 25%。在短短的三个月时间内，市场反复如此之快，震荡幅度如此之大是近几年来所未见的。

2. 1996 年市场发展的几个重要特征

1996 年深沪股市表现出五大突出的特征：

(1) “牛短熊长”的市场格局彻底改变，两个市场从年初开始，持续呈现大涨小回的趋势，月 K 线图上连续出现 10 根阳线。

(2) “沪强深弱”的格局受到挑战，形成了长时间“深强沪弱”的新格局，全年沪市升幅为 80% 左右而深市升幅高达 200% 以上；而成交额方面，深市长时间维持在与沪市 3:1 的水平。

(3) “扩容等于利空”的思维模式被彻底打破，全年沪深两个市场累计新上市股票 200 多家，但股指却较年初分别有 80% 和 20% 以上的升幅，与以往几年稍有扩容消息则市场一路下跌不止的状况形成鲜明的对比。

(4) 上市公司资产重组成为市场的一大热点。在 1995 年下

半年由北京北旅引发一轮购并行情之后，1996 年上市公司的资产重组使股票市场优化资源配置的功能得到了较好的体现，既有“申华”的连续举牌，又有像广电股份、上海金陵、万向钱潮、甬中元、琼民源等上市公司的资产重组不断推出，这不仅给二级市场带来了行情活跃的题材，而且为这类上市公司的进一步发展带来了新机遇。

(5) 绩优股受到市场的普遍关注。从年初开始，正是绩优股率先走出大幅上扬行情推动市场走出低谷，到年末遇到深幅回挫行情时，又是绩优股最早止跌回升，走到了稳定市场、稳定人气的中流砥柱的作用。

3.1996 年股市的背景分析

1996 年我国沪深股市之所以如此“火爆”，既有着经济与社会基础的理性因素，又有投机资本推波助澜的影响。

首先，经济在经过相当长时间的“谷底”运行之后，1996 年初逐渐回暖的迹象十分明显，作为经济“晴雨表”的股票市场提前作出理性的预期反映。从 1993 年中期开始一直延续到 1996 年中期，我国经济发展经历了长达三年的宏观调控时期，到 1995 年底止，整个宏观经济已处在“谷底”阶段，新的增长周期有望重新启动。而与此同时，虽然物价指数仍处高位，但回落势头已初步显示，投资者对股市发展的前景在信心上有所增强。并且从上市公司 1995 年度的业绩报告中，我们不难看到，上市公司的业绩已经渡过了一个最困难的时期，新的经济周期的来临将带来新的历史发展机遇。在这种背景下，沪深股市在春节前后悄然启动，拉开了一轮大行情的序幕。

其次是需求的大扩容，给市场带来了强烈的冲击。1996 年是我国股票市场供给扩容前所未有的一年，更是需求扩容前未见的一年。在这一年中，新增股民数量几乎是以往历年总和的两倍，而新增的资金量则超过了这个比例。投资者队伍的迅速扩大

和存量资金的快速增加，为股市面对大规模的供给扩容却能稳步超升提供了动力。众多新的投资者涌入股市，既与居民投资意识有所提高有关，更是受政策导向与资金趋利性的影响。4月1日中国人民银行宣布取消保值储蓄，5月1日三年来首次降低存贷款利率及8月27日再次大幅下调存贷款利率，这些对居民储蓄存款的分流起了十分重要的作用；而与此同时，稳步上扬的股价给投资股市的投资者带来了可观的收益，对后来者不能不说起到了一个极好的示范效应。从资金供给的另一个方面看，在投资性中、长线资金不断增加的同时，短线资金也大量进入股市。从四月份开始，随着管理层对期货市场监管的步步趋紧，期货市场的火爆已成昨日黄花、光彩不再了，其成交量日渐萎缩，而从期市上退出的资金大部分转战股市，也给股市提供了较大的有效需求。

第三是交易所和地方政府的努力。从1995年底开始，深圳证券交易所一直致力于将深圳证券市场扩大为全国性市场，做了大量的工作，包括改革交易、清算体系等，在市场逐渐趋暖的时候，又适时推出深市“十佳二十强企业”，引导市场理性投资。同时，市政府也适时推出为推动证券市场发展的十项实事工程，投资者的信心受到极大的鼓舞，从而迅速推动了深圳市场走向全国的步伐，加之深圳交易所的全国巡回推介服务周工作，使得投资者更熟悉深圳市场，终于导致了深圳市场的全国性需求大扩容，形成了基本贯穿全年的深强沪弱的市场格局。而上海方面，上海证券交易所也于7月推出“上证30指数”；上海市政府不断推出一系列扶持本地上市公司的优惠政策，在包括将上市公司所得税率统一降为15%，支持高科技企业发展，给予企业间资产重组以更优惠的政策等多方面做了大量的工作，有力地推动了证券市场的发展。

第四是大量游资对股票市场的火爆走到了进一步推动作用。

从我国风险市场的发展情况分析，自 1994 年开始，外汇交易受到抑制，到 1995 年底已基本被禁绝，房地产市场则从 1993 年开始就一直处于不景气的状态，客观上制止了游资的介入，而作为与股票市场旗鼓相当的期货市场，在 1996 年则受到重大打击。从四月份开始，其交易量急剧萎缩，这就使得大量的风险资金只有股票市场一个选择。这些资金的介入，一方面对推动股票市场走出低谷走了积极的作用；另一方面，也由于其投机性强的本质对股票市场的稳定发展产生了一定的负面影响，包括在最终导致十月份以后的股市进入暴涨急跌的过度投机局面过程中，游资产生的负面影响也是不容忽视的。

二、其他市场

1. 一级市场

1996 年是我国一级市场取得空前成就的一年，尤其是 A 股市场，以上海市场为例，除上市公司配股外，全年总计发行 A 股 82 家，筹集资金总额 144.34 亿元，发行 B 股 6 家，筹集资金 1.82 亿美元，股市筹集资金的功能得到充分的发挥。

1996 年我国 A 股新股发行方式主要有两种：一是通过交易所上网定价发行；二是采用全额缴款，比例配售方式。二级市场行情不断升温，使得一级市场的认购也呈火爆局面，认购中签率或配售比率不断创出新低，但也暴露出一些问题，如以全额预缴、比例配售发行方式发行新股时，违规透支申购事件时有发生，这一方面要求继续加强市场监管，另一方面也表明新股发行方式和新股定价方式有一定的缺陷。一、二级市场巨大的差价是导致新股申购过程中违规现象屡禁不绝的一个重要原因，如何根据二级市场的情况合理设计新股的发行方式与新股定价是 1997 年新股发行中亟待解决的一个问题。

2. B 股市场

与 A 股市场全面走出低谷，开始不断上升的局面相比，1996 年的 B 股市场虽有所起色，但仍处于一个低位震荡的长期底部区域。其间有过两次大的波动，一是从 4 月底、5 月初开始的受 A 股市场稳步走高的影响，不少国内投资者纷纷进入 B 股市场，使得深圳 B 股市场率先放量走强，但到 8 月初，由于管理层重申严格管理 B 股股东帐户，禁止境内投资者进入 B 股市场，两个市场又同时进入了近三个月的调整走势，上海 B 股市场甚至在 11 月 1 日再创历史新低 44.80 点；二是从 11 月中旬以后，由于欧美及港股持续创出新高，中国 B 股市场引起国际投资基金的关注，包括美国摩根·士丹利副总裁明确看好中国市场，导致深沪 B 股市场与 A 股同步飚升，沪深市场双双创出 1994 年以来新高 97.11 和 1980.65 点。

就我国目前 B 股市场的情况看，仍未摆脱低迷的局面，造成这种局面的根本原因至少应包括以下几个方面：

一是上市公司本身存在的问题。从“真空电子”首次发行 B 股以来，我国在发行 B 股的企业选择上，更多地注重了企业对外汇筹资的需求，而对市场投资者的需求考虑较少，因而除少数几家企业外，大部分企业要么是行业老化、不具备较高成长性，要么是属于国有大、中型企业改制而成，B 股所占比例较小，投资者很难有希望参与经营，这大大限制了境外投资者投资 B 股的兴趣。同时，上市公司的规范问题始终是境外投资者感到不满方面，包括财务、会计处理、信息披露等方面。

二是投资中国市场的政治性风险被过份夸大了。长期以来，由于意识形态的不同，西方许多政治家对中国的发展一直持遏制态度，这就使得许多西方国家的政府在强调投资中国证券市场的政治风险方面具有片面性，而 B 股市场的投资者基本上属于境外的共同基金，受政府投资导向的影响较大，加之墨西哥金融危

机的出现，更使十分注重安全性的投资基金对新兴市场的投资持谨慎态度。事实上，就我国目前 B 股市场的价格而言，市盈率长期处于 10 倍以下的水平，其投资价值是显而易见的。

三是我国 B 股市场的流动性较差。对一个市场而言，缺乏足够的流动性对大资金的介入是个致命的缺陷。从 1992 年以来，我国 B 股市场发展十分缓慢，市场容量本身就小，规模扩大又慢，交投长期冷清，给大资金的介入造成较大的障碍。

随着 1997 年我国宏观经济形势的进一步好转，尤其是 7 月香港回归，将有望对 B 股市场需求产生较好的影响，B 股二级市场走出低谷的日子应不会太远了；同时，最近宣布的 33 家新股发行计划中可以看出，在企业与行业选择上有明显的改善，这将会进一步引起海外资金的关注，B 股向其合理的价值区域回归将是必然的。

3. 国债市场

1996 年是我国国债实施市场化改革取得重大成绩的一年。在这一年中，国债的发行和交易整体情况良好，一级市场方面，不仅超额完成发行任务，而且在发行方式上，结合我国实际情况，逐步向国际惯例靠拢，由传统的承购包销方式走向市场竞争招标的发行方式，为今后进一步完善我国国债发行工作积累了宝贵的经验，也使国债利率客观反映了市场的供需状况。二级市场方面，由于 5 月和 8 月的两次大幅减息，使得国债的市场表现十分活跃，一度出现强劲飚升的走势，而交易量也不断放大，现券日成交量最高突破过 150 亿元。活跃的二级市场反过来对一级市场构成了有力的支持，促进了一级市场的发行。

从 1996 年我国国债市场的发展情况看，主要有以下几个特点：一是发行规模大、品种多、流通性进一步增加。1996 年实际发行的 2050.82 亿元比 1995 年增加了三分之一，创历史纪录。而在品种设计上，既注意了期限上的长短结合，保证了资金的合

理使用，又注意了品种的创新，附息国债的出现，在其尚未上市即受到市场的欢迎，使国债市场的活跃性大大增强；在流通性方面，可流通品种比重迅速扩大，流通性不强的凭证式品种只有 1 期 300.07 亿。

二是在发行方式上采用了小量高频的滚动发行方式，这种发行方式不仅较以往集中发行加快了资金到位的速度，而且减轻了供给集中给市场可能造成的压力，使得发行工作得以顺利进行。同时，结合我国今年处于国债偿还高峰期的特点，滚动发行的方式还对保证到期国债的兑付起了积极的作用。

三是金融机构成为国债市场的主要需求者，这大大改变了我国国债债权人的结构。由于国债的流通性迅速加强和两次减息导致其收益率十分可观，大量金融机构包括商业银行、证券机构等迅速成为国债市场的主要需求者，个人投资者的需求受到较大的抑制，甚至出现在 696、796 券的发行过程中，承销机构惜售和发行未结束即加价交易等现象，引起个人投资者的不满。

四是二级市场价格波动巨大。由于金融机构的需求迅速扩大和两次减息的刺激，以及附息品种的推出，96 年国债二级市场价格一度出现大幅的上扬，但到 11 月中旬之后，又受到金融机构大举退出市场的影响而出现价格一路快速下滑，896 券在上市之日便跌破面值，且一直在面值之下徘徊。

中篇 当前证券市场几个问题的反思

刚刚过去的 1996 年是我国证券发展史上重要的一年，从国债发行规模、股市扩容速度、投资者结构、市场基础设施建设等方面来看，都获得了长足的发展。与此同时，市场快速发展中留给人

们的思考也是深刻的，对于研判 1997 年中国证券市场的发展形势无疑有一定的启示意义。

一、宏观经济形势对股市的影响

1996 年是我国经济近几年来宏观调控最有成效的一年，以治理通胀为首要任务的宏观调控基本达到了预期目标，经济实现了“软着陆”。全年物价涨幅大概控制在 6% 左右，国民经济增长速度大约保持 10% 左右，人民币汇率稳定，国家外汇储备大幅度增加，投资与消费需求基本接近。

作为社会经济活动的“晴雨表”，1996 年中国股市所出现的繁荣景气，从根本上讲，乃植根于社会经济形势的好转。但是，从深沪股市前 11 个月的上涨到 12 月份出现的大幅下调，也促使我们不能不思考这样一个问题，即如何看待中国股市与中国经济的联系与脱节？我们的基本观点是：第一，中国股市确实存在超前经济而变化的规律。至于超前几个月的问题，理论界有不同的看法，一般认为是超前 4 到 5 个月；但还有一种观点是以 1992 年 6 月至 1995 年 10 月间的上证综指收盘价的月平均值和工业总产值（不变价）月度增长（与上一年同期相比）进行相关分析，得出的结论是，超前 8 到 12 个月的概率最大；第二，中国股市的波动尚不能充分反映中国经济的背景变化。中国目前几十万家企业中只有 500 多家上市；截至 1996 年底沪深股市总市值约 10000 亿元，占当年名义 GDP 的比重较低，尚不能构成我国经济投资所需资金的重要来源，而西方国家 1994 年底的股市总市值平均达到这些国家同年名义 GDP 的 160%。因此，在看到中国股市与中国经济相联系的一面，我们也应看到二者某些时期出现脱节现象也是可能的，这并不说明社会经济形势将发生重大问题；第三，中国股市能否长期保持与经济的密切联系，还是脱节

现象更加频繁出现，取决于管理层能否有效地对市场进行监管，以及投资者成熟程度的提高。在熊市期间，由于缺乏抛空机制，市场的下调是漫长的，与宏观调控有着紧密的关系；但是，进入牛市期后，如果缺乏有效调控，几年的牛市也许可能一、两年左右就走完，这是需要避免的现象。

二、总供给与总需求的变动关系

对中国股市基本趋势的分析，不能离开对供需总量关系的分析。当股价出现大幅剧烈波动时，在一定程度上表明总供给与总需求关系出现严重失衡。以上海股市 1992 年底至 1995 年底的情况来分析，3 年间市价总值基本在 2500 亿元上下徘徊。随着送配股及新股的扩容，股价水平唯有通过摊薄每股市价来消化。然而，1996 年沪深两地市场总需求忽然迅速改观，如何看待这种现象？可以认为，供给的条件是有限制的：在熊市期间，供给可以适当降低，有时甚至可以暂时停止供给，但市场需求仍然较弱；而在牛市当中，供给增加的速度，若将时间等因素考虑在内，则是有限度的，但是市场需求却增加得很快。这种现象表明，以供给来调控总需求变化，无论在熊市还是牛市，其作用是有限的。当然，这种结论排斥逆假设，即在熊市当中大量增加供给，则可能导致总需求更加萎缩；在牛市当中总供给减少，则可能促使总需求进一步上升。

既然股价急升或急跌都意味着股市总供给与总需求明显失衡，而总供给又是管理层易于管理的，那么，如何评价这种失衡状况呢？我们认为：第一，资金来源的多样化、投资者结构的复杂化等因素，导致管理层对股市总需求的控制尚难做到调控自如；第二，造成第一种状况的原因之一是金融体制等其它领域的改革滞后，比如，在 1996 年两次降息以后，资金流量结构由于

金融监管不严而大量流入股市；第三，造成第一种状况的原因之二是缺乏稳定的有足够数量的中长期机构投资者。当证券市场绝大多数投资主体均以追逐经济利润为第一目标的背景下，牛市大进与熊市大出将势在必然；或因为消息的变化而遇利好大进和遇利空大出，从而导致股价大起大落，或长时期低迷或长时期活跃。

三、一级市场中中签率持续偏低与一、二级市场衔接问题

1996年“新股必赚”真正成为神话。从发行方法来讲，对认购者尚较公平，但在价格确定上却有不妥之处。新股缘何如此热销，关键是在既定价格发售前提下，股票供不应求。这种供求矛盾很容易引起投机（主要是短期买卖）；而且，投机与需求轮番推进，直到股价高到完全或极大地抑制了股票投资需求，才反过来造成认购消极。此外，据某证券公司1996年所承销发行的20多只新股计算，国有资产按公众股发行价格计算为68亿元，而按上市开盘价计算则为110亿元，这说明，新股发行定价未充分考虑市场因素。因此，如何在发行领域引入投标承销方式，这对原始股东投资回报率以及二级市场新股定位问题乃至二级市场比价关系都将产生直接影响。

四、二级市场交投异常活跃与政府引导问题

无论从股票换手率还是股价振幅指标来看，1996年的二级市场交投异常活跃都是有目共睹的。这在一定意义上表明，二级市场存在两种值得注意的倾向：一是过度投机问题，如“东北电”单日升幅高达108%；二是盲目入市问题。有些新股民风险意识淡薄，当他们被套时往往有这样一种想法：国家开设股市怎

么能让老百姓亏钱？！股市正常地运作，固然不能完全排斥投机因素，但是，当投机过度以及市场出现严重的盲目性问题时，管理层如果不及时加强监管和规范，则会阻碍股市进一步有序发展。

为什么要加强政府对股市的引导？这是因为：一方面可以避免投资者不成熟给股市带来的大幅波动或危机，进而导致市场试验的中断；另一方面则可以借鉴海外股市比较成功的经验发展本国的证券市场，使本国证券市场的发展少走弯路。当然，从1996年股市的情况来看，由股价升幅、股票交易额、市盈率水平等指标所反映的股市出现不正常现象时，具有一定的滞后性。这就要求管理层应当有超前性意识，制定和采取相应的措施。

五、价格、价值与理性投资

业绩是支撑股价的最重要因素。围绕企业的经营业绩进行选择投资，才是符合理性投资的理念。价格围绕价值波动是商品价值规律的基本内容，股票市场上同样遵循这一规律。当股价出现严重超值或贬值现象，市场往往会产生自发的矫正力量。其实，这两种现象，都属于投机过度。从投资者的思潮来看，严重超值或严重贬值开始向价值靠近时，反映了一种理性回归思想；但是，当出现矫枉过正现象时，市场则又呼唤回归理性。这是市场投资理念转变的一般规律。

当然，股票价值内涵又有很多不确定因素，比如，其现时的经营业绩是否充分反映了企业的实际；如果考虑发展的因素，又存在近期和远期的问题，特别是对股价而言，预期因素起着极重要的影响；再者，如果考虑政策的倾斜，如减免债务、资产重组等，公司业绩同样会发生重大改观。或者反过来看，公司现时的经营业绩有无虚报因素及随机性的不稳定收益，等等。总之，分

析企业的真实价值，不同的分析方法往往会得到不同的结论。然而，这只能使我们对企业经营活动的研究更加深入，而不影响股价从根本上决定于公司经营业绩因素这一基本判断。

其实，价格与价值的关系，或者说从理性回归到回归理性，其中都包含着对股市风险问题的认识。无论是宏观风险（或称系统性风险），还是微观风险（非系统性风险），在股价的不同阶段也都不同程度地存在着。风险对散户如此，对机构投资者亦是如此。1996 年 12 月份股市出现的大幅调整充分证明了这一点。

六、关于中国证券市场的功能问题

1996 年中国证券市场在国债发行、市场扩容方面取得较快的发展。但是，概括来看，有些问题也很值得思考：第一，证券市场的基础功能是资源优化配置。对于市场经济改革和经济起飞前期的发展中国家搞资本市场而言，筹集必要的资本则是首要使命。因此，在资本市场机制尚不健全的背景下，筹资与资源有效配置的目的，有时就难免出现偏差。比如，从我国证券市场情况分析，1996 年的新股发行就未能较好地体现政府的产业政策导向，对国有企业改革也未产生应有的影响；第二，从 1996 年筹资情况分析，国内筹资功能有迅速改观，但是，我国资本市场对外筹资功能的进展则比较缓慢，这与我国经济发展的要求是不太适应的。

下篇 对1997年我国证券市场形势的基本判断

一、中国证券市场的发展主调

“稳中求进、规范发展”将成为我国证券市场今后一段时间的发展主调。之所以市场仍然将承接 1996 年的上升趋势，主要是由宏观经济形势、上市公司经营业绩状况、投资者需求等因素所决定；而市场所体现出来的平稳的特征，主要是体现为政策调控将追求适度状态，投资者控制风险将追求适度状态，股指涨幅将追求适度状态，等等。

二、中国证券市场格局将进一步健全和完善

首先，从架构来看，九七香港回归以后，中国证券市场将形成两个证券市场（内地与香港证券市场）、两个证管机构（中国证监会和香港证监会）、三个交易所（沪、深、港证交所）的新格局；其次，从功能来看，九七香港回归，中国证券市场对外筹资功能将由于香港证券市场的加入而有突破性进展。除了增加境外上市企业以外，发行港币债券、港币国债、中国产业基金、国家基金等也将成为考虑之列。此外，就中国证券市场的品种结构而言，国债市场在 1997 年也有望较快发展。这是因为：第一，国债发行规模稳步扩大；第二，国债风险小，是稳定证券市场的重要品种，政府将会扶持其进一步发展；第三，国债市场的发展，对货币流量与存量都有直接影响，从而为证券市场的发展提