

上海金融改革十年： 评价与对策

一、上海金融改革的现状和评价

1. 金融体系——改革的思路比较清晰 目标有待进一步明确

第一步,1978年,上海市人民银行与财政局分开,作为独立的局级金融机构发挥作用 结束了上海‘无银行’的局面。

第二步,中国银行、农业银行相继从中国人民银行中分离出来,成为独立核算的金融实体,建设银行弱化了财政职能,从而打破了大一统的人民银行体制。

第三步,与此同时,保险公司得以恢复,并开办了国内外保险业务,使得商品经济在金融上得到了初次反映。

第四步,人民银行专门行使中央银行的职能,工商银行的诞生,宣告了中国单一中央银行体制的形成。

第五步,交通银行的复业,其总管处由京迁沪,不仅标志着新型银行的出现,而且第一次在行政中心——北京之外出现了一家全国性银行的总行。这就说明,在产品经济条件下的行政中心即经济中心的格局让位于商品经济条件下单一的经济中心和金融中心的趋势已经出现。

第六步,一大批非银行金融机构的建立,它们包括信托投资

公司、金融租赁公司、信用评估公司、证券公司等等 这种多样化金融机构的格局适应了多层次、多样化经济的需要。

第七步 扩大了外商银行上海分行的业务范围 开设了三十多家外商银行、证券公司的办事处 从而使上海的金融业在外向化方面展示了广阔的前景。

应该说 上海金融体系改革的思路是比较清晰的 然而 上海乃至全国金融体系完善的目标是什么呢？似乎并不明确，如我国商业银行体系究竟怎样建立？如何建立根本不同于我国现行‘专业银行’的专业银行体系 如投资银行、储蓄银行等等 而这些问题非上海能够解决，国家金融当局应该在这方面作出思考 明确金融体系改革的目标。

2. 信贷资金管理体制——改革步骤得当，目标比较明确，改革有待深入

第一步，1980年起实行了“统一计划 分级管理 存贷挂钩，差额包干”的办法。该办法的出现使我国在信贷资金运用上有了真正意义上的银行——多吸收存款，可以多发放流动资金贷款 初步改变了我国银行存贷不挂钩、统存统贷的局面。其缺陷在于仍采用指标管理办法 可以说 没有从根本上解决问题。

第二步，在中国人民银行行使中央银行职能的 1985年 实行了人民银行和专业银行之间的信贷资金 按照‘统一计划 划分资金 实贷实存 相互融通’的原则。这样 如果专业银行在中央银行没有足够的存款 它就不可能发放贷款 甚至不可能摆脱其清偿能力不足时的困境，这就使我国的银行又向真正的银行迈进了一大步。

第三步，与此同时，作为对上海信贷资金管理体制的改革，国务院实行对上海以 1983年底存贷款差额为基数 今后吸收存款全部留给上海周转使用，由市人民银行统一调度、调剂的办

法。据此 市人民银行改变了对专业银行的指标管理办法 采取“存贷分户 按实贷款”的新办法 促使专业银行事先掌握本行的资金头寸 如有短缺的事先向人行申请贷款 取得资金后才能支付运用。这是地方中央银行第一次实行比较全面的以资金为主的宏观调控的尝试。

第四步 从 1986 年 9 月起，中国人民银行与上海又实行实存实贷的办法，并在上海设立中国人民银行上海营业处，每天报送头寸。据此，上海也拟订了上海市银行资金调度的实施办法，并在总行营业处开立了存贷款账户，划分资金，相互计算利息，严格掌握资金运用，预测资金趋势，以搞好上海地区的资金调节与调度，进一步提高了上海金融业融通资金的效益，初步改变了供给上吃大锅饭的局面。这一改革的意义在于，中央银行总行正在把其一部分资金管辖权下放给其分支机构，进一步发挥地方央行的调控作用，为形成我国的金融中心创造条件。

第五步 中国人民银行专门行使中央银行职能后 马上建立了存款准备金制度，从而使我国的金融制度逐步规范化。

第六步 1989 年，中国人民银行对各专业银行只下达贷款最高限额 不再下达存款计划 上海市分行更是通过一系列经济手段，以使各专业银行的资金实现自我平衡。

从上述改革的轨迹中可以看出，上海的信贷资金管理由完全吃大锅饭的体制逐步向自求平衡的方向过渡，这不能不说是改革的重大成果。从目标上来看，中国人民银行上海市分行将主要以经济手段（再贴现率、准备金率、条件成熟也可进行公开市场操作）辅之以窗口指导来调节和管理信贷资金。由于这些改革 使得上海各银行在资金融通中更重视市场 更习惯于中央银行的经济、法律手段的调节。

3. 金融市场——摸索和创新的交织 雄风初露

(1) 货币市场的发展——摸索之中的改革

上海的货币市场是由同业拆借市场和短期存贷、贴现市场组成的。

同业拆借市场。自 1984 年起，上海的专业银行就开办了系统内拆借业务，尔后扩大到了系统外，主要是在工商、农业两行之间进行。1986 年，工商银行创办了有形的拆借市场，每星期交易一场，各行均可参加。1987 年，上海成立了统一拆借市场，几乎同时，上海经济区拆借市场联络网也在上海成立，经济区各省和中心城市的资金如有余缺，可在上海调剂。1988 年下半年，中国人民银行上海市分行成立了融资公司，以拆借业务为主，同时取消了统一的有形拆借市场。为了使金融改革更能健康发展，又于 1989 年上半年撤销融资公司，建立了“上海短期资金调剂中心”。几年来，累计拆借资金已达上千亿元，拆借范围也遍布全国。

短期存贷市场和贴现市场。在短期存贷市场中，发展了多种信用形式和多种信用工具，实行了统一利率、差别利率、期限利率、惩罚利率和优惠利率等经济手段。

自 1981 年第一笔贴现业务开始，上海逐步在形成贴现市场，1986 年 4 月中国人民银行上海市分行开办了再贴现业务，每月定期分布再贴现率。然而，上海货币市场从整体发展来看，仍属摸着石头过河的类型，这同全国发展的水平差不多，原因在于货币市场，尤其是同业拆借市场，各国的模式都不尽相同，且由于我国信贷、结算制度的问题，还很难有一个比较统一的目标可循。有些问题还在认识过程中，如“有形”还是“无形”？“救急”还是“救穷”？日拆”还是“短贷”？中央银行是否要参与？如果要参与，应该以什么形式为好等等。

(2) 证券市场的形成——步子踏实 目标明确 比较规范

在发行的量上,上海于 1984 年底首次对社会发行了股票,目前已有 8 家公司向社会发行了股票,发行额达 8 亿多元。截至 1988 年 6 月底,上海发行的各类债券已达 20 亿元,包括国家重点建设债券、金融债券和企业债券等。此外,还发行了近 5 亿元的短期融资券。在发行的方式上,股份公司发行股票采用了国际通用的溢价发行(即发行价超过面值)和无偿增资等发行方式,使得股票市场的机制不断得到健全。

从流通的量和流通的形式来看,上海目前已有 11 个证券柜台交易点,13 个代理交易点,分别采用了代理买卖和自营买卖两种形式,以代理买卖为主,这同国际上的作法基本一样。目前,全国还只有上海存在股票交易市场。这些代理点互通行情,还形成了星期六会员制度,交易日报、月报、年报和申请制度。目前批准上市买卖的股票已达 7 种,各类债券达 10 个种类 14 项。仅 1988 年 1~9 月份各类证券交易就达 2 亿元左右,流通的价格也走过了三个阶段,即以银行活期储蓄利率、预计证券年内的收益与持有时间之比的价值和以供求关系来决定价格。

证券市场要健康地发展和正常运行,必须建立相应的金融机构,使整个市场完善化。上海在 1987 年成立的民间的信用评估公司——远东信用评估公司,对发行有价证券的企业进行信用评估;于 1988 年成立了万国、海通、申银三家证券公司。前两家是股份制形式的证券公司,它们经营各种债券的发行、推销、助销和包销,代理企业发行股票等业务。

(3) 外汇调剂市场——上海首当其冲 外汇买卖市场化

中国的经济学家和金融学家们曾认为,中国金融改革中的难点之一是外汇市场的形成问题,因为我国在短期内不具备汇率自由化条件,但要使中国真正成为世界市场的一员,要使上海

吸引更多的外商来投资 汇率问题一直是一个较大的难题 正是在这一背景下 上海的外汇调剂应运而生了 其目标就是建立一个平行外汇市场。

1986 年 11 月 上海建立了外商投资企业外汇调剂中心 该中心价格放开 实行面议 并对全国开放 从而使外商投资企业的外汇和本币资金的余缺得到了调剂 然而 这只是一小步。上海不仅有比较多的外商投资企业 更重要的是 在我国汇率短期内不可能自由浮动的情况下，上海可否形成一个平行的外汇买卖市场？而 1988 年外贸体制的改革把这个问题更加迫切地提到面前 正像上海金融界一位权威人士所说的：“随着经济体制改革深化和外向型经济的发展，外汇调剂市场应该追求更高的目标层次 应积极探索外汇调剂市场发展和完善的途径 按照国际化、标准化、规范化、法制化的要求来建设我国的外汇市场，改革目前外汇调剂市场的组织形式、交易方式和管理方法 进一步强化其市场功能 从而达到更高的目标要求。”这样 在 1988 年 9 月，上海的外汇调剂市场作了重大改革。其中心点：最大限度地引进市场机制，具体来说是维护市场的相对稳定性以及遵循利益分享和风险共担原则。其内容：上海外汇调剂中心采取会员制度 中心的会员分为经纪商会员和经营商会员两大类 只有会员有资格派代表入场交易。目前国家外汇管理局上海分局已经批准上海市 74 个单位为“中心”会员 其中有 15 家经纪商会员，都是经批准经营外汇业务的本市金融机构，58 家经营商会员 其中包括 35 家国内企业和 23 家外商投资企业。其交易方式：单一成交价格竞价买卖。具体操作：在调剂中心开场 60 分钟后 由“中心”的场务执行员公布当场交易的各宗卖出、买入的数量及供求差额。如果卖出总量和买入总量完全相等，场务执行员即按前场单一成交价格拍板定价。如果供大于求，场务

执行员就以前场单一成交价为基点向下喊价 如果供不应求 执行员则按前场单一成交价为基点向上喊价。喊价的升降单位为 0.01 元人民币 间隔时间为 2 分钟。在每次间隔期内，会员代表根据各自的承受能力和对价格的预期调整自己的买人数量或卖出数量。随着价格的上升或下降，最终将形成一个均衡价格，即供给方的外汇数量与需求方的外汇数量在这一价格点上达成平衡。截至目前，交易额已达成十几亿美元。仅 1988 年 上海外汇调剂总额就占全国外汇调剂总额的 11% 为全国各省市之首。

这种新的交易制度和方式打破了原有方式中外汇买卖双方的协议成交和背后交易以及不正常的补偿。使外汇买卖在一种比较公开、透明的状态下进行。更主要的是，它已经在向建立一个比较规范化的平行市场的方向过渡，这不能不说是外汇市场的萌芽、上海及至全国金融体制改革的重大突破。

综观上海十年金融改革所走过的路 可以概括地说 成绩很大 政策不足 改革还需加快。成绩很大 指的是上海金融改革的总体发展比较顺利。上海已初步建立了比较正常的金融秩序和比较规范的金融市场，这个金融小环境好于全国金融的大环境，是全国其他地方所无法比拟的。政策不足，是指有些改革，如专业银行企业化、金融体系完善等改革的深度、广度不够，一方面需要中央有关部门从全国角度加快改革步伐，另一方面可以给上海改革的政策（上海甚至不是第一批金融改革试点城市）突破全国的模式进行改革。最关键的还是最后一句话 改革还需加快。上海的改革要加快 全国的改革当然也要加快 问题是，全国的改革究竟怎样加快？上海的改革又应怎样加快？似乎这只是地方和全国的关系 其实不然 这正是我国金融业发展的一个大问题 即 究竟是通过平行式的改革而发展 还是通

过形成金融中心的改革而发展？作者认为，中国金融今后的改革应遵循后一种选择。

二、上海与中国：金融改革的对策——形成全国最大金融中心

随着商品经济的发展，我国已在逐步形成全国最大的经济中心和各个区域的经济中心。这样，金融业的发展趋势必将是形成全国最大的金融中心和各个区域的金融中心。这不仅是经济发展的要求，而且也是金融改革向高层次发展的需要。以前者而言，商品经济的发展要求打破地方割据，疏通流通渠道，在市场上能以竞争的价格和信誉寻求到充分的资金；而发展国际贸易，特别是出口导向型经济更要求尽快地获得国际金融市场的行情和最新做法。小而言之，需要地域性的金融中心；大而言之，需要全国性的金融中心；再大而言之，就需要一个区域性的国际金融中心，从而获得优良的金融服务。

形成上海金融中心的实质是中国经济、金融体制怎样向深化改革的问题。从地域上讲，它涉及到全国经济、金融体制的改革；从范围来讲，不仅包括经济、金融，而且包括政治体制，如所有制的改革；从国家根本的政策来讲，就要从无穷尽地平调上海的积累转到上海向中央政府上交适当的税收，从而增强上海乃至中国在国际市场的抗衡能力。这同重新造一个“上海”是有着天壤之别的。从观念上来讲，是不是在行政中心之外允许有一个真正意义上的经济中心的存在？所以，这是一个需要深刻认识的问题，是一项系统的改革工程。本文只能从直接对上海的改革的思路出发来考虑问题。

1. 金融改革

(1) 制订上海金融体系完善的目标，并迅速执行之。这包

括：把目前四大专业银行的上海分行演变成商业银行和投资银行并逐步向股份制方向发展。其中，工行、农行和中行上海分行应逐步保持相对独立性，只与它们的总行保持报表关系。当然，这也涉及到这四家总行的改革；建立数十家中小型的商业银行，可在目前城市信用合作社基础上重建；③在现有基础上，完善非银行金融机构的体系；④允许外商银行在上海设立分行，作为对等，允许上海的商业银行到国外设立分行。上述四项改革的批准权应逐步移至中国人民银行上海分行；⑤考虑在上海开辟离岸银行区，形成离岸金融市场。

(2) 扩大中国人民银行上海分行的权限。在组织上，建议由一位总行副行长兼上海分行行长。与此同时，在全国设立八个中央银行区，每个区设一家人民银行一级分行，若干二级分行。华东区的人民银行设立在上海。在运行机制上，总行逐步把一部分权限下放到上海分行。

(3) 发展上海的金融市场。目标：形成全国最大的资金拆借中心(内汇中心)、最大的证券交易所和外汇交易所(外汇调剂中心)以使上海金融市场的资金、证券和外汇等价格对全国起到中心价格的作用。为此，第一，总行应该在上海建立拆借资金的准备基金，从而使上海能够担负起吞吐资金的作用。随着拆借市场的逐步规范化和利率的完全自由化，该项措施可以取消。第二，国家应在上海建立最大的证券发行市场和最大的证券交易所，它可以通过下述步骤达到：在上海开始较全面的股份化工作；②投资改善通讯能力；③大力培养证券交易人才；

总行有关证券管理的某些职能下放到上海。此外，国家应成立证券管理局，该局应在上海设立特派员办公室，同上海的证券管理部门联合办公。第三，在2000年前，我国还不具备汇率自由化的条件，这就要求我国在官方汇率的同时，建立一个平行的

外汇市场。目前，上海的外汇调剂中心正在向平行外汇市场过渡，且比较顺利。在这一基础上，应该而且可以发展成全国最大的外汇交易所。从这个目标出发，不仅还要开办一系列的外汇业务，如远期业务等，更主要的是建立一项平准基金，来吸引全国各地的客商到上海进行交易。因此，国家应考虑划拨一块外汇作为上海调剂中心的平准基金，并由国家外管局特派人员到上海外管局一起工作，从而形成中国最大的外汇平行市场。

2. 经济改革

(1) 税收体制的全面改革。如前所述，上海目前已处于财政非常困难时期，城市建设、交通电讯等欠债过多，这是很难形成一个良好的金融环境的。此外，目前的地方财政包干，中央企业的利润上缴也会阻碍上海金融业的发展。因此要积极改革上海的税收体制，可以和全国同步改革，也可以先行一步，无论怎样，改革要从上海的实际出发，采用分税制的办法。划分的基础和标准，应以 1988 年在上海的中央和地方企业实现的全部利润为基础，以对半开为标准，进行分税制的改革。

(2) 工商企业全面推行股份制。上海的股份制已不能停留在试点上，应从现在开始，有计划地推行股份制。到 1995 年，应该有 30% 的国营企业股份化，到 2000 年前，该比例应达到 70% 以上。

(3) 彻底改变上海的价格体系，按照市场原则决定价格。

国际证券业

发展谈

上海证券交易所在 1990 年开业 这是中国和上海金融业发展中的一个具有重大意义的事件。在上海证券交易所开业之际 我们对国际证券业的发展作一回顾 对上海证券交易所的正常运转不无启迪作用。

半个世纪以来 国际证券业发展迅猛 除美英等老牌的证券业发达国家外,日本的证券交易已占国际领先地位。这几个国家都有完善的证券流通市场——证券交易所和柜台交易网络。20 世纪 60 年代后期,发展中国家和地区的证券市场异军突起,且各有千秋,随着 90 年代的到来,国际证券业发展到一个新阶段。

一、发达国家证券业的发展

1. 美国的证券业

在美国 证券交易委员会为证券业最高管理机构 分别管理场内交易(联邦证券交易所)和场外交易(国民证券交易协会),其由五名委员组成 美国总统任命 参议院批准 任期五年。该委员会把全国分成九个证券区 每区设立一个分委员会 负责执行和落实管理政策和措施,主要管理联邦证券交易所和国民证

券交易协会。

联邦证券交易所经过申请 在证券交易协会注册 方可以进行全国性和全球性证券交易。目前，全美共有 18 个联邦证券交易所。联邦证券交易所是以股份形式存在的 独立核算 自负盈亏 但它又不以盈利为目标 是一个管理机构。纽约证券交易所是最大的 成立于 1792 年 建立初期 证券总共 174 种 市场总价值 7 270 亿美元 而到了 20 世纪 80 年代 上市公司已达 1 500 多家 上市股票 1 600 多种 各种公司债券 2 700 多种 还有大量的政府债券 市场总价值在上万亿美元。

在纽约证券交易所进行交易的主要是经纪人和专业股票商。股票交易的 60%~70% 是在经纪人之间进行的。经纪人为顾客买卖股票 收取佣金。在 1975 年之前，该交易所一直实行固定佣金制，1975 年取消，允许经纪人之间在收取佣金上自由竞争，但佣金差额实际上是很小的。近年来收费标准大体是：交易额在 500 美元以下，佣金占交易额的 2%~10%；5 000~20 000 美元之间 佣金占 1.2%~2%；20 000 美元以上 佣金占 1.5% 以下。

纽约证券交易所所有 400 多名专业股票商 分属于 60 个专业股票公司，每个股票商通常经营几种到十几种股票。有时经纪人接到的委托太多而不能完成时，就由股票商来帮助完成，这样，专业股票商就变成经纪人的经纪人了。

纽约证券交易所的交易单位为 100 股，如果投资者要买不足 100 股的股票，可以找零股交易商，他们也是交易所的会员。此外 交易所还有少量的自营商 他们本身从事股票买卖 从中获利。

纽约证券交易所的股票交易成交后，一般在五天内交割完毕。

国民证券交易协会是美国管理场外交易（柜台交易）活动的非盈利组织。交易协会的最高机构是理事会，由 27 人组成，均衡地代表各地区的利益（全美共有 13 个场外交易管理区，每区设有分协会）。美国的柜台交易历史较长。近十几年又有较大的发展，1971 年 2 月启用了自动报价系统后，彻底改变了以前靠电话报行市的做法，通过网络把美国东、西海岸的场外交易参加者组织在一起，形成了一个统一的交易市场。1983 年美国场外交易额相当于纽约证交所的 2/3，居美国股票市场第二位。

2. 英国的证券业

英国的证券交易历史悠久。早在伦敦证券交易所成立前的半个多世纪，伦敦已有挂牌的证券交易，当时买卖的主要是债券。伦敦证券交易所于 1773 年成立。

伦敦证券交易所由一个 46 人组成的理事会进行管理，它负责制定和执行有关市场交易的规章条例。交易所设有一个牌价委员会，批准各公司在交易所内的牌价。上市公司如要得到这种批准，就只有遵循一些特殊的条件，例如公布全部和正常的财务资料，遵守其他保护投资者的规章。如果一个牌价被认为不正当，委员会可以暂停其交易。

同美国不同的是，伦敦证券交易所在英国其他重要城市如利物浦、曼彻斯特、伯明翰等地设有交易场地。伦敦证券交易所的证券交易额虽不及纽约，近几年已落后于东京证券交易所，但其交易额仍相当于整个欧洲证券交易所的交易额。而且伦敦证券交易所的成员及经营的证券数均列世界前茅。目前，该交易所上市的公司共有 2 500 多家，所经营的本国和外国证券多达 7 000 多种，市场总价值近 1 万亿英镑。交易所拥有会员 4 500 多人，分属于 218 家经营证券的商行。

伦敦交易所的证券交易主要是在中间商和经纪商之间进行

的。1986 年之前，交易所也是采取固定佣金制，但由于国际证券交易的强大竞争压力，英国有关当局于 1986 年 10 月实施了一项名为“大震”的计划，对伦敦证券交易所进行了大刀阔斧的改革，包括废除固定佣金制，允许证券经纪人和批发商兼职等。由于银行和非银行金融机构，尤其是有实力的外国银行能在伦敦直接拥有各种证券，其竞争就相当激烈了，并且投资者可以直接购买公司的证券而不需要经纪人，这也就震动了很具保守色彩的伦敦证券市场。在这次“大震”中，仅装备和更新交易所的电子化设备就耗资 8 000 万英镑。

伦敦交易所的大多数股票交易是在成交后的两个星期内交割的。

英国的柜台交易历史很短，直到 1980 年底才经营柜台交易业务。目前，大约有 160 多个公司的股票通过这个市场交易，交易额也只有十几亿英镑。

3. 日本的证券业

日本的证券流通市场，也分为证券交易所和柜台交易所两部分。全国共有八个证券交易所和柜台交易所。东京证券交易所最大，证券交易量占全国交易量的 85%，其次是大阪和名古屋的交易所。公司的股票要进入交易所，必须符合各种条件，包括企业能上市股票的数量、公司资本金、盈利等。上述三大证交所都设有市场第一部和市场第二部。市场第二部的上市条件比第一部的条件低些。新上市股票原则上先在市场第二部上市交易，交易一年后，如果符合第一部市场上市条件后才进入第一部市场进行交易。

东京证券交易所前身是东京证券交易株式会社，1949 年 4 月东京证券交易所正式成立。1985 年 5 月交易所实现了交易的现代化。

东京证券交易所的股票交易有两种方式：一是通过交易站交易。采用这种交易方式的是第一部市场的 250 种大宗股票的买卖，仍采用手势喊叫方式。交易所共有六个交易站，五个买卖本国股票，一个买卖外国股票。另一种方式则是计算机交易，这是除上述 250 种最活跃股票外的所有股票交易。每个经纪人公司都有计算机终端，通过它发出指令，接收交易结果，询问交易情况等。

东京证券交易所通常在成交后的第三个营业日交割，而所有交割都是通过日本证券清算公司来完成的。

日本的柜台交易历史不长。1963 年为了强化上市交易企业的审查资格，对经营不好的企业采取了停止上市制度。但这些企业还有不少股东，从社会角度看，这些企业也有存在的必要。为此，由证券交易所会员公司共同投资成立了日本柜台证券公司，专门买卖未在交易所上市的股票。目前，有近 140 家公司的股票在柜台交易，交易量很小，其价格确定也不同于证券交易所的公开竞价原则，而是由各证券公司之间、证券公司与客户之间分别协商决定股票价格。

二、发展中国家和地区的证券业

发展中国家和地区的证券业是在 20 世纪 60 年代后期开始发展起来的。从证券交易量的规模来看，亚洲、新加坡、韩国、科威特以及中国香港和台湾地区属最大的发展中证券市场。其中值得一提的是香港和台湾地区。香港地区早在 1866 年就有股票经纪人，1947 年成立了香港证券交易所有限公司。随着香港地区经济的发展，在 1969 年到 1972 年之间又分别成立了远东、金银和九龙三家交易所。鉴于香港地区国际金融地位的提高，需要有一强大的统一的证券交易市场，于是联合证券交易所应

运而生 于 1986 年 4 月 2 日正式开业 当时有上市公司 363 家，注册经纪商 926 个。70 年代中期台湾地区经济得到了很大的发展，这样，台湾地区的证券交易也有了相应发展。日交易额从 1986 年的 1 000 万美元猛增到 1987 年的 3 亿美元 最高时日交易额达到 10 亿美元。1989 年，台湾地区的股票交易已超过西德成为全球第四大股票市场。

从证券交易的增长势头来看 菲律宾、印尼和泰国可算是佼佼者。1989 年底，三国股票市场的综合指数分别比 1985 年增长了 7.4、7.1 和 5.5 倍，虽然低于台湾地区增长的 11 倍 但高于韩国的 4.8 倍 更是大大高于同一时期英、法、联邦德国、荷兰和瑞士五国股票市场综合指数的增长 其中 泰国和印尼发展最快。泰国股票市场自 1987 年起有了长足的进步。泰国政府为了鼓励企业从股票市场上筹措资金，将股票上市企业的所得税从 35% 降低到 30%，从而推动了上市股票的大量增长。同时泰国政府还放宽了外汇管制，外国投资者以外币汇款投资于泰国证券时 可以将外币兑换成泰国铢 这一规定大大加快了外资流入泰国股票市场的步伐。1987 年泰国股票市场时价总额占其 GNP 的比重仅为 11.3% 但到 1989 年 6 月已上升到 26%。同样，印尼的雅加达股票市场也是国际游资关注的新焦点。1988 年印尼政府取消了对金融业务的管制，使得股票市场得到了较快的发展 股票指数上升很快。值得指出的是 上述国家和地区的证券市场发展 同“国家基金”的迅速崛起是分不开的。所谓“国家基金”是一种以某个国家或地区的证券市场为特定投资对象的跨国信托投资。由于发展中国家和地区如台湾地区、韩国、泰国和印尼等的股票市场是不允许外国投资者直接进入的，因此 它们就建立了“国家基金”在发达国家的证券市场发行股票并上市 所筹资金投资于本国 地区的证券。这样既成功地

利用了外资，又在外资不能直接进入本国（地区）股票市场的前提下发展了证券市场。因为外国投资者通过购买某基金，如“泰国基金”的股票后，这部分资金就间接投资于泰国国内的股票，而外国投资者之所以这样做，是因为这类基金的收益一般较高。目前，台湾地区、韩国、泰国和印尼分别有 4 项、9 项、10 项和 11 项这类基金。1990 年 6 月份，雅加达股票指数比年初又上升了 60% 这主要是‘基金’所带来的外资流入的因素。

《投资研究》1990 年第 6 期