



大鹏证券研究丛书

中国证券市场追踪

CHINA EAGLE SECURITIES CO., LTD.

中国证券市场大转折时期的思考

广东人民出版社

主编：刘家平

中国证券市场追踪

顾问: 徐卫国

主编: 刘家平

副主编: 张小奇 周洪

编委: 杨刚 闵志坚 孟蕾

杨正涛 王爱丽

研究员: (以下按姓氏笔划排列)

马金良 王爱丽 王兆先 邓伟利 曲亚男 张小奇 杜志军

邹平 沈筱敏 李洁球 李梅 汪亚莉 孟蕾 杨正涛

段海虹 侯开照 徐海焱 高万平 梁天喜 蒋顺才

编辑: 杨刚 王爱丽 毕桃芬

资料员: 郑树钊 孙冬年

大鹏证券综合研究所简介

大鹏证券综合研究所是由具有扎实的理论功底、丰富的研究经验、广泛的专业知识、敏锐的市场眼光、严谨的工作态度的专家群体所组成的综合性研究机构。按研究对象和服务目标划分为五个部门,并在北京、上海等地设有研究所的分支机构,为上级主管部门、公司决策提供及时的科学依据,为投资者提供全方位的优质服务,为公司各业务部门、分支机构提供超前的业务指导,并以《大鹏证券研究报告》为载体,系统、全面地展开自己的研究成果。

迄今为止,大鹏证券综合研究所已连续推出四期研究报告,今后还将以“大鹏证券研究丛书”的形式不断提供更多、更好、更有特色和较高学术研究价值的研究报告。大鹏证券综合研究所的目标是成为在国内外证券界具有一定规模和相当影响力的知名研究机构。

通讯地址: 深圳市深南中路电子科技大厦五楼大鹏证券综合研究所

邮编: 518031 传真: (0755)3326738

电话: (0755)3220000(总机)

目 录

前途光明 道路曲折 (代序)

专题论坛

- 香港国际金融中心的地位及对内地经济发展的影响..... (10)
- 中国B股市场现状与前景探析..... (18)
- 1997年经济形势及政策取向对证券市场的影响..... (23)
- 1997上半年出台政策评述及前景展望..... (28)
- 世界贸易组织与我国金融业的自由化..... (35)
- 发展投资基金业给券商带来的挑战与机遇..... (40)
- 我国投资基金的发展方向及其在二级市场中的价格定位..... (44)
- 新形势下的国债市场何去何从..... (48)
- 对券商风险防范问题的建议..... (51)
- 有关可转换公司债券的探讨..... (56)

市场述评

- 1997年6~8月年国债市场评述..... (62)
- 1997年5~8月深沪A股回调整理的背景及年内走势预测..... (69)
- 1997年5~8月深沪B股市场走势分析及后市展望..... (76)

行业分析

- 汽车行业研究报告..... (80)
- 中国彩电行业发展研究报告..... (104)
- 无氟替代技术的现状和前景展望..... (123)

公司研究

●个股简评

- 韶能股份..... (136)
- 茂化实华..... (138)

华光陶瓷	(140)
山东电缆	(142)
幸福实业	(144)
南京水运	(146)
吉发股份	(148)
江苏春兰	(150)
张江高科	(152)

●重点推荐

苏常柴投资价值分析报告	(154)
占井贡投资价值分析报告	(170)
陆家嘴投资价值分析报告	(183)
彩虹股份投资价值分析报告	(192)
东方集团投资价值分析报告	(203)

统计资料

深沪证券市场统计概况	(212)
深市上市公司1997年度中期主要经济指标排行榜	(213)
沪市上市公司1997年度中期主要经济指标排行榜	(215)
深市上市公司1997年度中期主要财务指标一览表	(217)
沪市上市公司1997年度中期主要财务指标一览表	(228)

Contents

A Bright Future, But A Circuitous Route Ahead (Preface)

Special Forum

The Status of Hong Kong's International Finance Center and Her Influence to Mainland's Economic Development	(10)
China B share Market: Status Quo and Future Analysis	(18)
1997 Economic Situation and Policy Inclination Affected Securities Market ...	(23)
A Review of Policies Came Out in First Half of 1997 and Future Outlook	(28)
WTO and China's Financial Industry Liberalization	(35)
The Development of Investment Fund Industry: Challenges and Opportunities.....	(40)
The Direction of China's Investment Fund Development and It's Price Positioning in the Secondary Market	(44)
T-Bond Market in a New Situation: Where to go	(48)
Suggestions fro Risk Prevention of Brokerage Firm	(51)
Discussions about Convertible Bond	(56)

Market Review

Bond Market Review: June-August 1997.....	(62)
May-August 1997 Shenzhen and Shanghai A Share Market Adjustment, Consolidation and Forecast	(69)
May-August 1997 Shenzhen and Shanghai B Share Market Analysis and Trend Forecast	(76)

Industry Analysis

Automobile Industry Research Report	(80)
A Development Report of China's Color TV Industry	(104)
Status Quo and Outlook of No-Fluorine Replacement Technology	(123)

Company Research

• Stocks Review

GUANG DONG SHAO NENG GROUP CO.LTD.	(136)
MAOMING PETRO-CHEMICAL SHIHUA LIMITED COMPANY	(138)
SHANDONG ZIBO HUAGUANG CERAMICS CO.LTD.	(140)
SHANDONG ELECTRIC CABLE AND APPLIANCE CO.LTD.	(142)
HUBEI XINGFU (GROUP) INDUSTRY CO. LTD.	(144)
NANJING WATER TRANSPORT INDUSTRY CO. LTD.	(146)
JILIN PROVINCE JIFA AGRICULTURAL DEVELOPMENT GROUP CO.LTD.	(148)
JIANGSU CHUNLAN REFRIGERATING EQUIPMENT STOCK CO.LTD.	(150)
SHANGHAI ZHANGJIANG HI-TECH PARK DEVELOPMENT CO. LTD.	(152)

• Recommendations

CHANGCHAI CO.LTD.	(154)
ANHUI GUJING DISTILLERY COMPANY LTD.	(170)
SHANGHAI LUJIAZUI FINANCE & TRADE ZONE DEVELOPMENT CO. LTD.	(183)
IRICO DISPLAY DEVICES CO. LTD.	(192)
ORIENT INC CO. LTD.	(203)

Statistics

Shenzhen and Shanghai Stock Markets' General Statistics Info	(212)
1997 Interim Economic Indexes of Companies Listed in Shenzhen	(213)
1997 Interim Economic Indexes of Companies Listed in Shanghai	(215)
1997 Interim Financial Indexes of Companies Listed in Shenzhen	(217)
1997 Interim Financial Indexes of Companies Listed in Shanghai	(228)

前途光明 道路曲折

——对大转折时期中国证券市场的思考

大鹏证券有限责任公司总裁 徐卫国

(代序)

中国证券市场走过了六年多风风雨雨的里程，特别是经历了1996年暴风骤雨的洗礼，已经步入大转折的历史时期，面临新一轮的重要抉择。怎样认识中国证券市场前进中愈来愈暴露出来的深层次的内在矛盾？怎样引导中国证券市场朝规范化的方向发展？是中国证券市场向纵深发展的重大课题，更是中国证券市场管理者、建设者、参与者的迫切使命。

一、怎样看待中国证券市场的现状

以沪深证券交易所的成立为中国证券市场出现的标志，中国证券市场至今只有六年多的历史，却走过了国外股市几十年甚至上百年的发展历程。在我国业已形成的诸多市场中，没有哪一个市场能吸引这么多人与它同忧共喜，为它牵肠挂肚。证券市场在国民经济中所起的作用已被广泛地认同，可以认为在我国大力发展资本市场特别是股票市场的大气候已日益形成，股票市场启动的各种条件也已基本成熟，这从以下几方面可以看出：

1. 个人可支配资金迅速增加，投资意识日益增强

我国经济体制改革以来，国民收入分配格局的变化引起了国内储蓄结构的相应变化，国内储蓄已由政府和企业为主转变为个人储蓄为主。据有关资料统计：1978年底，全国城乡居民储蓄存款余额共为210.6亿元，平均每人的存款才21.87元，而至1995年底，全国城乡居民储蓄存款余额已达29662.3亿元，人均存款2449元，1996年底，储蓄存款比上年增加8805亿元，据推算，1997年储蓄存款将增加1万亿左右。中国目前的储蓄率已超过美国等发达国家的国内储蓄率，能够为国内经济发展提供足够的融资。同时，随着市场经济日益深入人心，人民群众的思想观念发生了变化，投资意识日益觉醒，不少居民在储蓄与投资之间进行了选择并开始向后者倾斜，尤其是自1996年5月以来央行两次大幅调低储蓄存款利率后，更大大加重了后者的砝码，有人估计至少有1000亿元的储蓄存款或原本应存入银行的资金流入股市，再加上我国经济中原本就存在的几千亿元的巨额游资，使得股市启动和发展的客观基础在很短的时间内迅速形成。资金是股市的血液，有着源源不断的资金流入股市就使其充满生机。1997年2~5月股市持续高涨的行情足以说明。

经过六年多的发展，中国证券市场已成为一个有举足轻重作用，格外引人注目的市场。

2、宏观经济适度、快速、平稳增长

据国家统计局“宏观经济分析与预测”课题组的研究结果表明：目前我国国民经济运行处在自 90 年代初以来相对最为有利的宏观环境中，今年国内生产总值预计增长 10%，固定资产投资实际增长 12.7%，物价涨幅进一步回落，财政收入状况继续改善，银行金融运转趋于正常。1997 年，如果适度从紧的宏观政策在连续性、稳定性和必要的灵活性方面得到有效的落实，包括自然灾害程度和国际经济环境在内的各类外部条件都基本正常的话，这种宏观经济的有利局面不仅总体将继续持续，而且在某些方面有可能得到进一步改善。股市素有经济“晴雨表”之称，我国股市虽然仅有六年多的历史，而有关分析预测专家认为：我国股票市场变化一般能提前 3-5 个月反映出宏观经济主要指标的趋势变化。由此可以预料，伴随着此轮我国经济周期的启动，我国股市将进入新的发展周期。值得指出的是我国自 1993 年以来加强宏观调控并取得“软着陆”成功的经验，使政府决策层逐步深刻认识到保持宏观政策稳定的重要性，并且在实践中总结形成了“适度从紧”的方针。这一方针不仅是短期的政策选择，而且是适合中国国情的中长期指导原则。更加令人欣喜的是，这次“软着陆”的成功使政府决策层宏观经济调控的手段日臻成熟起来，并且使我国社会主义市场经济体制的建立和完善向前迈进了一步。这种调控手段和体制方面所发生的具有“质”的意义的变化，其影响已经超出了一次“治理整顿”的范围，将对我国经济长期的持续、快速、健康发展产生重要作用，标志着我国社会经济发展将进入一个适度快速、平稳增长的新阶段。这无疑为中国证券市场长期、稳定发展奠定了坚实基础。

3、国有企业的改革势在必行并必须走向市场

我国股票市场的建立和发展是与国有企业的改革密不可分的。股份制改革在 80 年代初曾被认为“异端”而受到责难。直到党的十三届三中全会，股份制作为企业改革试点的一种方式才被接受。党的第十四次全国代表大会进一步明确了股份制在市场经济建设中的作用，指出“股份制有利于促进政企分开，转换企业经营机制和积聚社会资金，要积极试点，总结经验，抓紧制定和落实有关法规，使之有序地健康发展。”党的十四届四中全会又进一步提出建立现代企业制度的号召，进一步明确了股份制在现代企业制度建设中的地位。由于逐步得到政府的认可和支持，我国的股份制改革由局部试点到全方位摊开，目前我国共建立了近万家股份制企业，截至 1997 年 5 月 8 日，深沪两个证券市场上市公司已突破 600 整数位。股份制与股票市场推动了国有企业的改革，据社科院最近一份研究报告称：“5049 家实行股份制的工业企业在资产负债结构、获利能力上都显示出较强的优势。其平均经济指标呈上升态势，大大高于全部独立核算工业企业的平均水平”。首先，发行股票和上市的股份制企业，其产权结构由单一的国家所有，转变为政府、法人和个人多元产权主体。其次，股票市场对上市企业也发挥了一定的监督作用（尽管这种作用在目前仍未充分发挥）：上市企业要公开披露有关企业的信息，上市公司的股票价格在一定程度上反映了企

业经营状况。但是由于我国目前上市公司其70%左右的存量资产（即国家股、法人股等）是凝固不动的，这既影响了资本市场的正常运转和资源的有效配置，也限制了资本市场推动企业的重组和改革。

国有企业改革的深化，向资本市场提出新的挑战。目前，国有企业改革面临的迫切问题是：企业过度负债；冗员和退休职工的安置；产权的不明晰等。解决企业的债务问题，需要分析国有企业目前资产与负债的状况。据1996年5月9日《人民日报》公布的国有企业清产核资的统计数据，全国预算内国有企业共32.2万户，总资产72873亿元，负债51762亿元，所有者权益21111亿元，负债率为71%。要降低企业过高的负债率，就要向企业注入资本7000多亿元。那么，由谁来注入新的资本呢？很明显，通过资本市场，把个人储蓄转化为股权投资注入企业，是降低企业负债率的重要途径。并且解决企业高负债问题也不能单纯只增加资本的注入，还应该在注入资本的同时，促使企业转变经营机制，提高经济效益、盘活企业现有的存量资产，这些都有赖于发挥资本市场优化资源配置、促进企业产权转换和重组的功能，对国有企业进行必要的重组，包括产权结构、企业组织结构和产业结构的重组，以实现真正意义上的兼并与收购。由此我们还可以看到这样一种可喜现象：中国证券市场在推动国有企业改革深化的同时，也完成了本身由单纯发挥筹资功能向发挥其资源配置和产权转换功能的转化，使得其作用得到更深层次的发挥。

以上分析虽然使我们对中国证券市场的发展充满了信心，但也必须清醒认识到中国证券市场处于历史大转折时期所暴露出来的深层次的问题和矛盾，以现实的态度去寻求解决这些问题和矛盾的途径，逐步化解乃至根本解决这些矛盾。

二、怎样认识中国证券市场目前存在的深层次问题和矛盾

股票市场历来就是各种社会矛盾汇集的场所。在我国由于股票市场产生和发展的特殊背景和特殊机制，使得这种矛盾的积累较其他国家更为严重，表现形式更为复杂。如果说中国目前的证券市场存在一些畸型因素的话，那么可以认为这些因素在很大程度上导源于我国证券市场存在的既有深层次矛盾。我们认为这些矛盾中最首要、最亟待解决的有以下几方面：

1、股票市场的市场化运行与行政化监管的矛盾

股票市场作为市场经济的产物有其自身运行规律和功能，市场学的理论告诉我们：只要有市场，有市场活动，市场机体在正常运行的过程中就会发挥出它的功能。中国证券市场在其六年多的运行过程中却时时处处都留下了政府行政干预的痕迹。“跟着政策走，政府是股市的灵魂”成了中国股市的一大“特色”。如股票的发行和上市本应由投资者、企业和证券市场进行双向和多重选择，而我国现有的上市公司大多是行政部门通过行政机制选择的。由于没有经过市场的优胜劣汰，相当多的企业都把争取自己的股票上市视作向政府主管部门争投

中国证券市场目前存在的最首要、最亟待解决的矛盾，是股票市场化运行与行政化监管的矛盾，股票市场潜在需求的矛盾，股票市场应有功能的发挥与上市公司现有股本结构的矛盾。

资。在争取新股发行和上市额度时，企业都费尽心机，无限地夸大自己的投资能力和赢利能力，力图得到较多的额度和以高比例溢价发行股票的权力。而当企业一旦得到这些权力，资金——这种当代社会最稀缺、最重要的资源，就变成了廉价的资源，什么转换企业经营机制，什么投资者的利益和回报都通通被搁置一边。这是目前许多上市公司效益不佳的重要原因，也在很大程度上扭曲了证券市场优化资源配置的功能。而且由于政府在证券市场的运行中过多的行政干预掩盖了市场自身的调节，使得中国证券市场出现一种不正常的情形，投资者视政府行为为风险，而忘却了证券市场本身的风险；管理层视投资者的幼稚和狂热为隐患，股市一涨就担心混乱，急于“调控”，而股市一跌又忧心急躁，忙于“救市”。有人在1996年初曾对中国股市异常波动的影响因素进行定量统计分析，证明：政策因素是引起中国股市异常波动的首要因素，占总波动的59.4%，1996年年末的股市暴跌更是最好的例证。当然，任何市场的最终完善，离开政府的作用是不可想象的，事实上，中国证券市场之所以能在短短六年里发展如此迅速并为世人所瞩目，在很大程度上应归功于政府的政策推动，归功于管理层那些顺应证券市场运行客观规律的政策推动。实践证明，单纯用行政手段来监管市场化特点最强的股票市场，虽然可以收到一时之效，但最容易造成市场的“内伤”，扭曲市场的内在机制，还可能使政府在将过多的精力倾注于证券市场的同时，将证券市场巨大的风险揽到自己的身上。

2、股票市场潜在供给与潜在需求的矛盾

股票市场的潜在供给量是指股票市场上各上市公司可流通股的总和，即股市规模，而其潜在的需求量是指随时可投资于股市的资金数额。股票市场规模与股票市场资金的矛盾在我国由来已久。1996年央行两次大幅度降低存贷款利率和停办保值储蓄，证监会加强治理整顿商品期货市场以来，社会资金更是大量流入股票市场，目前深沪交易所开户资金在1万亿元左右。再加上由于较为复杂的原因，在我国经济运行中存在着巨额游资，据粗略估计，这部分游资的总规模至少在5000亿元以上，而目前深沪股市流通总市值不超过4000亿元。可见潜在供给量与潜在需求量的悬殊！由于与数量巨大的游资相比我国股市的总体规模偏小，特别是占上市公司股本总额70%左右的国家股、法人股不能上市流通，因而使得中国股票市场出现诸多过度投机的现象：规模小、资本少、效益不佳的公司股票始终成为被炒作的对象，致使其价格不具合理性，而一些规模大、业绩好的公司股票价位过低。完全丧失了股票市场的业绩评价功能。从理论上分析，股票的过度炒作依赖于两个条件：①股市规模小或者单个股票的规模小；②大户数量少，大户之间不存在有效的竞争。我国股票市场正具备这两个条件，因而不用说大的机构，就是一些中小机构用少量的资金，就可以控制和操纵几只股票，从而导致股价走向极端，应该意识到：巨额游资与股市规模的关系，将在一定时期内左右着中国股市。因此，处理这种关系的方法、手段和艺术会在相当程度上决定着中国股市的未来走势和走向。

分阶段、多途径、有区别地解决历史遗留问题；立法规、建基金、有目的地引导股票市场有序发展，是中国证券市场进一步发展和朝现代化迈进的重要途径。

3、股票市场应有功能的发挥与上市公司现有股本结构的矛盾

国民经济是股票市场生存的土壤，而股票市场又以其资源配置功能和业绩评价功能为国民经济成长服务。要实现资源的优化配置，必须具备两个基本的前提条件：第一，生产要素可以分割，可以流动；第二，有真实的并可以反映经济成长的要素价格。目前在我国，股份制企业占全部企业的比重还不高，而且单个股份制企业的规模与大中型国有企业相比规模较小，所以在我国现有全部资本存量中，可分割资本的比例较小；而在已股份化的企业中，上市公司数量有限，而非上市公司的股权流动尚未真正开展，所以可流动的资本在全社会资本中的比重就更小；加上现有上市公司按股份可否上市流通分为未流通股（包括国家股、发起法人股、募集法人股、内部职工股、转配股等）和流通股（包括A股、B股、H股等），上市公司的总股本中70%以上的股本凝固不动，又进一步降低了可流动资本占全社会总资本的比例。因此我们并不具备资源优化配置的第一条件。又由于前面所述的我国股票市场潜在供给与潜在需求的矛盾使得我国股票市场价格具有相当的投机性，剧烈波动的股票价格，无法真实地反映企业的业绩状况，不可能成为优化资源配置的理想信号，因此，我国目前也不具备优化资源配置的第二个条件。改变这种状况重要一步是逐步让现有上市公司的未流通股份上市流通，这样才能发挥我国股票市场资源配置的功能。但同时也应认识到迈出这一步的艰巨性。国家股、法人股的流通问题始终是中国股票市场的一大隐患，威胁着中国股市的健康、稳定发展。在实现中国股市发展战略转变的时刻，寻求以最小的代价，最公平合理的办法，最合适的期限来解决国家股、法人股流通的问题既是当务之急，也是大势所趋。

三、怎样引导中国证券市场朝规范化方向发展

尽管中国股市仍存在上述矛盾和问题，但也不可否认中国股市已摘掉其头上“试验品”的帽子而走上不归之途，正从不成熟逐渐走向成熟，因而为中国股市选择一条目前走得通，未来有广阔前景的具有中国特色的规范化之路，具有尤为重要的现实意义。

(一)分阶段、多途径、有区别地解决历史遗留问题

国家股、法人股的流通问题应积极地采取分阶段、多途径、有区别地加以解决，否则，拖的时间越长，包袱就越大（每上市100亿新股就会增加400亿左右的国家股、法人股等不流通股）。问题越堆越多（由此产生的转配股，转转配股的问题），积重难返，解决的难度也越大。解决这个历史问题，我们的思路是：堵住源头，各个击破，分解压力，提前公布。

1、堵住源头。

在决定国家股、法人股上市流通的前提下，在今后全部新上市的股票中不再存在未流通股与流通股的差别，全部上市流通。

从现在起严格区分发起设立的股份公司和募集设立的股份公司。按发起设

立方式成立的股份有限公司，必须按《公司法》要求在1年后方可向社会公开发行股票；按募集设立方式成立的股份有限公司，其向发起人和向社会公众发行的股票必须遵循同股同价的原则。

这里应该解决的问题是，出售国家股的收益归谁所有。根据《中华人民共和国宪法》，国家资产归全体人民所有，但决不意味着将出售国家股的收益平均分配给每个公民。我们认为，由于财政部门执行着为国家经济建设提供资金的职能，出售国家股的收益应该属于财政部门，并纳入财政收支中的资本项目。根据公司股份化过程中国有资产隶属关系，将出售国家股的收益在中央财政和地方财政之间进行分配。由于国家股的收益纳入财政收支中的资本项目，这一收入将重新用于经济建设上，并主要用于国家基础设施、国民经济的瓶颈部门、国民经济急需行业或地区，从而形成良性循环。还需要指出的是，当某一企业对国家至关重要，国家可以在这一企业设立黄金股——可以行使比其他股份优越的权利，原则上由政府，通常由财政部持有，其具体内容记于各个企业的章程里。通过这种方式使得国家股流通既实现了国有资源存量的重新优化配置，又确保国有资产的保值增值，还保持了国家对某些特殊行业或企业的控制权。

建议管理层在今后确定每年扩容数量时，优先考虑解决国家股、法人股上市流通的问题，与其单纯通过发行新股来增加股票供给，不如双管齐下，通过国家股、法人股流通来增加一部分股票供给，这样既可以解决股票市场供给问题，又可解决个股规模过小而被过度炒作，使得股价失真的问题，真可谓一举二得。

2、各个击破。

就是区分现有上市公司中未流通股中的各种股份的不同情况，采取不同措施解决其流通问题。

①对于所有与公众股一样，溢价认购的法人股（包括转配股）视同公众股可以立即上市流通。据统计1996年底沪深两市共有转配股10.5亿股，定向募集的法人股总共278.93亿股，但据调查，其中与社会公众股一样溢价认购的所占比例微乎其微。所以在目前的市场状况下使其上市流通不会引起市场什么恐慌。而对于社会公众股按溢价认购，而同次发行的定向募集法人股按低于此溢价认购的法人股按与发起人股类似的方法处理。

②对于1994年7月1日《公司法》生效后未遵循同次发行同股同价原则的公司，按第一次公开发行的溢价比例将发起人股（包括国家股，法人股）缩股，使之符合同股同价原则。然后按缩股后的发起人股对每次分红、派息，配股作相应的调整，多分的现金红利收回计入公司的盈余公积金；多送的红股注销；多配的股注销并从公司股本和资本公积金中退回配股款加同期银行存款利息。对于经过上述调整后符合同股同价原则的公司，允许其发起人股在公司成立之日起3年后上市流通。国家在确定未来扩容额度时应先考虑此因素。

③对于1994年7月1日前成立的公司，则将其发起人股分为存量部分和

增量部分。对于因送配形成的增量部分以及发起人股在送配时转送或配给社会公众的部分，应允许其在增量产生2年后上市流通，对于存量部分则用下述分解压力的办法来解决。

3. 分解压力。

由于1994年7月1日前成立的公司的发起人股存量部分数量巨大，解决这个问题必须采取分清性质，多管齐下的方法来分解压力。

①首先可将一些并非关系国计民生行业的发起人股转换成B股或境外上市。

②可将发起人股持股比例过大公司的发起人股定向配售给该公司个人股东，该公司个人股东未认足部分，可向社会公众公开发售，这部分股票在配售2年后可上市流通。也可以可转换债券的方式来替换一部分国家股和法人股。

③允许发起法人股和定向募集法人股在公司成立3年后在NET和STAQ系统上市。

④剩余的发起国家股，自公司成立3年后起，每年允许转化原始总额的10%，所得款项按前述出售国家股收益归属的办法处理，也可考虑设立国家股市稳定基金，该项基金实行专款专用，只能用于购买上市公司的股票。

4. 提前公布。

国家股、法人股的流通问题，一直是悬在中国股民头上的一把利剑，解决这个问题对股市的压力非常大，一定要制定周密方案并及早提前公布，以便让股市有个消化的过程，并采取适当扩大需求的措施与之平衡，力争平稳、顺利、有序地放下这个历史包袱。

(二)立法规、建基金，有目的地引导股票市场有序发展

股票市场的均衡发展需要供求双方的均衡扩容。尽管理论和实践都已证明，目前中国股票市场需求规模发展的速度远远大于供给规模发展的速度，但仍须清楚地认识到，总量几乎3倍于社会公众股的国家股和法人股的流通会形成巨大的供给规模而造成股票市场的供求失衡，必须采取有力的举措和实际行动来稳定广大投资者对中国股市的信心。

1. 尽快出台《证券法》。

“试验品”的提法为中国证券市场涂上一层不确定的色彩，由于目前股市还存在很多“暂行条例”，“暂行办法”，甚至两个交易所在许多方面也是各行其“政”，加上政策的朝令夕改，管理的政出多门，大大增加了中国股市的投机性和风险，由此而给中国股市留下一大堆剪不断、理还乱的问题。股票市场就如同一部十分复杂的敏感机器，只要某一位位出现问题就可能波及整个机器的正常运转，甚至危及整个社会经济的正常秩序。制订出台《证券法》，并对已经颁布的行政法规，部门规章及其他规范性文件进行全面的检讨和修订，以形成一套相对完善和稳定的法规体系，同时应加大执法力度，做到有法必依，违法必究，确保中国股市的运行建立在公平、公正、公开的基础之上。

2. 加速组建投资基金。

我国基金市场在经过了1995年红红火火，1996年温和上升之后，1997年步入快速发展的阶段，这样正好满足了股票市场快速扩容对投资基金的需要。因此，应抓紧这个有利时机，对多种类型基金进行有益尝试并探索发展开放式投资基金，组建中外合作投资基金，设立国家股市稳定基金，放宽对包括各类保险基金和养老基金在内的各类机构投资者入市限制等。同时注重对各类基金投资政策和投资行为的约束与限制，以发挥其对股票市场的稳定作用。

3. 改革股票交易税制。

近期国家已提高深沪市场交易印花税。我们认为为进一步减少短期投机，鼓励长期投资，可参照银行存款，根据存款期限的长短确定存款利率的方法按持股时间长短确定交易税率，对持股超过一定期限（例如1年以上）的给予适当的优惠。

4. 建立强制性信息披露制度。

股票市场的持续发展离不开投资大众的广泛参与，有效的股票市场必须是投资者信任的市场。然而在股票市场上，证券公司、上市公司、机构大户和一般投资者所处地位不同，获取信息的时效性、准确性和充分性相差甚远，这就容易造成不公平现象：一些主力机构利用虚假信息来操纵股市，一些上市公司为达到“圈钱”的目的，不向投资者公布全面、真实、客观的信息。这种现象任其发展，必然导致股票市场的消亡，可以说，信息披露制度是股票市场的基石。强制性信息披露制度是各国政府对其证券市场进行规范、管理的最重要制度之一。各国实践已证明，强制性信息披露制度能够以较小资源损耗的代价最大限度地提高证券市场的有效性，促使资本市场的发育和成熟，因此这种制度应当也完全可能成为我国证券监管制度的发展方向。除此以外，证券管理部门应当在信息传播的广度、深度、及时性和可比性等问题，以及对蓄意违反信息披露法规的调查和处罚等问题上投入更多的关注和力量。

5. 分阶段开放中国股市。

中国资本市场终究要实现国际化。资本市场国际化是双向的，我们想利用国际资本市场筹集和运用资金，也就必须允许外国投资者和筹资者利用我国资本市场。我们认为中国股市对外开放可分三个阶段进行：第一，组建中外合作基金间接投资A股市场；第二步，允许境外共同基金直接投资A股市场；第三步，创造条件实现A、B股市场统一。

为了防止外资操纵中国股市，初期可对单个境外投资者投资国内A股的资金总额或投资比例作出限制，以后逐步放开；对单个境外投资者投资单个上市公司股票的限制可采取按部门区别对待的方法，也可采取按持股比例控制的办法；对于关系国计民生的特殊行业，可限制外资总体持股的比例。

为鼓励境外投资资金进入中国股市，抑制境外投机资金在中国股市兴风作浪，可对境外投资者按持股的时间长短征收资本利得税。对持股时间较长的资本利得，免征或征收较低的资本利得税；对持股时间较短的资本利得，征收较高的资本利得税。

中国证券市场是在特殊的政治、经济和社会环境下产生的，是以两论即“猫论”和“摸着石头过河论”作为市场初创阶段指导思想的。在此背景下产生和发展起来的证券市场毕竟缺少高屋建瓴的宏伟战略目标和广阔的发展空间，目前所遇到的各种问题和矛盾正好说明了近几年中国证券市场卓有成效的快速发展已经在相当大的程度上竭尽了这一空间。中国证券市场进一步发展和朝现代化证券市场迈进，需要跨越许多观念上的障碍，扫清一些认识上的误区。但我们坚信，中国证券市场的前途是光明的！

香港国际金融中心的地位 及对内地经济发展的影响

一、香港当前形势分析

1、香港经济现状

(1) 自由经济政策

由于特殊的历史背景，优越的地理、自然条件，香港逐渐形成自由开放的经济体系，长期实行自由经济政策使其经济发展基本按照市场经济规律运作，市场机制健康、活跃，经济快速向前发展。香港实行商品、资本、人员、技术进出自由，对外贸易除个别商品外皆免收关税。境外公司在香港设立的分支机构可享受本地机构同样的待遇。自由开放的成熟经济体系使香港成为东西方贸易重要的“中转站”和货物集散地，码头集装箱运输连续五年保持全球第一。

(2) 第三产业发展迅速

由于受土地和劳动力价格上涨等内部因素及中国大陆改革开放政策和东南亚地区经济快速增长等外部因素影响，自80年代以来，香港产业结构逐渐升级，金融、贸易、航运、旅游产业迅速发展，第三产业占GDP的比重不断增加，由1980年的73%上升至1995年的83.8%。从1978年到1995年底，香港与大陆的贸易总额由108亿港元上升为9870亿港元，增长了90倍；香港与大陆的转口贸易由38亿港元增加到3840亿港元，占香港转口贸易额的1/3。

(3) 制造业已实现由劳动密集型向资本、技术密集型转变

自中国实行改革开放后，内地廉价的土地和劳动力吸引港资投向珠江三角洲等沿海地区，使劳动密集型企业不断内移。同时，电子、家用电器、光学仪器等技术密集型企业不断壮大，逐渐占据制造业的主导地位。

2、香港金融体系

(1) 成熟、发达的金融市场，发达的银行业和保险业

目前，香港是世界四大银行中心之一，世界100家最大银行中，已有81家在香港设立分支机构。据资料显示，至1996年底，香港共有182家挂牌银行，386家接受存款公司，来自40多个国家的海外银行在香港设立了158家办事处，全香港银行的客户存款已达22644亿港元，贷款达37646亿港元，全港银行总资产高达77990亿港元，香港已成为世界上最开放、最公平的银行业务市场之一。

香港的保险业亦十分发达。据统计，1994年获得香港政府认可的保险公司共有229家，其中126家为海外注册公司，103家为香港注册公司，发达的保险市场使香港成为世界各大保险公司必争之地。

(2) 香港证券市场功能齐全，日益成熟。自1986年联合交易所成立以来，证券市场规模不断扩大，至1997年6月，香港上市公司总市值达5511.47亿港元，升至世界第六位，在亚洲仅次于东京。近年来债券市场有了较大发展，发行品种、数量、结构方面不断推陈出新，吸纳世界大量游资。到1996

开放、自由的经济体系。

第三产业占据经济主导地位。

制造业资金、技术含量日益提高。

世界100家最大银行80%在港设分支机构。

世界第六大证券市场。

黄金、外汇交易 活跃。

年12月底，香港金融管理局累计发行外汇基金票据及债券未偿还额为918亿港元，成为世界上最活跃的政府债券市场之一。

(3) 香港的黄金、外汇市场也十分活跃。香港的黄金市场历史悠久，是世界四大黄金市场之一。1995年，香港市场总成交黄金2360万两。外汇市场发展也十分迅速，是全球24小时外汇市场的重要环节之一。据统计，1995年4月，香港外汇市场日均净成交量为910亿美元，超过瑞士，成为世界第五大外汇市场。

3. 香港金融管理系统

1993年4月1日，香港政府外汇基金管理局与银行监管处合并成立香港金融管理局，其主要职能是维持货币稳定，确保银行业安全稳定运作，促进金融体系的完善和发展。

汇丰银行作为发钞银行之一，长期扮演着准央行的角色，是结算管理银行。证券业的监管由证券及期货事务监察委员会负责，而保险业的监管由保险监理处负责。

二、香港国际金融中心地位的巩固与加强

目前，香港国际金融中心地位为全球所公认，其开放、自由的市场吸引世界大量游资不断涌来，使香港未来发展充满生机与活力。“九七”香港回归为世界瞩目，有些人对香港未来充满信心，认为香港国际金融中心地位不可动摇；有些人则抱着观望态度，视香港回归尘埃落定再动，认为在磨合期可能出现难以预料的问题，加之诸多变动因素影响，香港未来尚难预测。笔者认为，香港国际金融中心地位必将随着“九七”回归而逐渐巩固与加强。长期来看，“中国因素”对香港未来将带来深刻而长远的影响。随着中国内地改革的继续深化及经济的不断发展，香港将保持国际金融中心地位，它的一举一动将牵动世界经济。

1. 中国内地经济持续高速发展为香港经济持续发展提供机遇

世界上，任何一个金融中心的兴起与巩固，都是以强大的经济体系为支撑的。伦敦的国际金融中心地位的生成得益于英国曾是最强大的工业国和贸易国，至今也还是世界经济大国之一。纽约作为国际金融中心，它是以美国这个目前世界上最强大的经济大国为依托的。东京对香港国际金融中心地位的强劲挑战是以一个国民生产总值居世界前列并拥有巨额贸易顺差、巨量外汇储备的经济大国为背景的。随着中国改革开放政策的继续贯彻实施，综合国力进一步增强，必将为“九七”后香港保持国际金融中心地位奠定雄厚基础。

改革开放使中国经济体制发生重大变革，生产力得到解放，经济迅速发展，成为世界上经济快速增长的国家之一。在过去10多年，内地经济繁荣发展，在很大程度上推动了香港经济快速发展。据统计，1979~1996年香港与内地贸易量年均增长速度为30.4%，远高于同期内地对外贸易的平均发展速度，贸易额在1996年达到1万亿港元，内地与香港已互成为最大贸易伙伴。迅猛发展的两地贸易，不仅推动了香港贸易服务业的发展，而且极大地推动了香港金融业的发展。

“中国因素”将对香港发展产生深远影响。

日益强盛的中国为香港保持国际金融中心地位奠定雄厚基础。