

新经济与中国证券市场新发展 综合论

● 黄亚钧

新经济重构 21 世纪证券市场

一、重新划分证券市场实力版图

新经济的到来带来了交易所版图的三大变化：大型全国性乃至全球性交易所并吞小型地区性交易所，以网络化、无形化为特征的另类交易系统不断侵蚀证券交易所的市场份额；以中小高科技公司为主的二板市场追赶甚至超越了以蓝筹股为核心的主板市场。

证券市场是信息密集型产业的典型代表，一些能够快速处理和传递信息的最新技术发明能在证券业得到推广和运用，并引起市场竞争环境和发展格局的重大变化。新的通讯工具造成证券交易所的国内过剩和国际过剩。上个世纪之交发明并应用的电报，使投资者几分钟之内可以接通遥远的交易所，由此打破了交易所的地区分割，导致美国的证券交易所数量从 19 世纪的 300 家之众下降到今天的 7 家，同时，幸存者的市场流动性和规模则不断跃上新的台阶。这个世纪之交迅速崛起的互联网，使地球成为村落，不但彻底打破了交易所的国内分割，也打破了交易所的国别分割。因此，我们看到东京证券交易所对国内小型交易所的鲸吞，看到了纳斯达克市场和美国证券交易所的合并，也看到了全球交易所联盟的迅速发展。

网络技术的发展还降低了交易过程对有形场地的依赖和建立交易系统的成本，为另类交易系统出笼创造了条件。另类交易系统包括互联网上的虚拟交易所和机构投资者开发的独立电子交易系统两大类。前者尚未形成规模，但对传统交易所提出中长期的、潜在的但可能是致命的威胁。后者则对主要证券交易所构成了切切实实的竞争。在法律上，它们也对传统证券交易所的合法垄断地位提出挑战。1998 年底，美国证券交易委员会同意，目前以券商身份登记在一般交易所名下的另类交易系统可以自行登记为独立的证券交易所。

新经济涌现了一大批处于创业阶段的中小高科技公司，缺乏盈利、规模弱小、风险偏高使它们难以进入传统的主流证券市场，而以纳斯达克为首的二板市场看到它们高成长带来的商机而伸出援手。到今天，这些二板市场已经对传统的主板市场形成强大的挑战。纳斯达克市价总值位居全球第二，交易金额则已超过纽约证券交易所冠居全球榜首。成立仅有几年历史的韩国 KOSDAQ，1999 年的成交金额已经超过韩国证券交易所。

二、推动证券市场跨国联盟形成

网络技术的发展既造成国际范围内证券交易所的过剩，也为证券交易所进行跨国联盟构造全球股票市场创造了条件。多元、激烈、复杂将是 21 世纪证券交易所竞争的主要特征，为了争夺世界最大、成交最活跃、网络最发达的全球首要证券交易所地位，各个交易所抓住竞争和合作两支武器，目前已经形成三大阵营，即以纽约证券交易所为首的 GEM 计划，以纳斯达克市场为首的全球布点战略和以英德交易所为核心的力量。

2000 年 6 月 7 日，10 家全球主要交易所包括纽约、东京、香

港等交易所、拟定合并形成的欧洲 Euronext 联盟市场（包括阿姆斯特丹、布鲁塞尔、巴黎证券交易所）、澳洲证券交易所、多伦多证券交易所、墨西哥以及巴西圣保罗交易所联合宣布，他们已经开始就建立一个交易蓝筹股的全球股权市场（Global Equity Market），GEM 开始多边谈判。GEM 将致力把全球主要交易所交易系统联结起来，向全球投资者提供一个透明的、24 小时交易全球股票的机制。参与组成 GEM 的交易所来自 3 个主要时区，即亚太区、欧洲和美洲。在这 10 个证券交易所上市的企业市值达到了 19 万亿美元，约相当于全球股票市值的 53%。

伦敦证券交易所和法兰克福证券交易所为代表的欧洲群体自然也不甘落后。2000 年，它们已经达成协议建立 iX 伦敦交易所和德国交易所的股东将各持有 50% 的 iX 交易所股权。iX 交易所还将包括 Eurex 和德国、瑞士衍生品交易所。合并后，伦敦交易所交易蓝筹股，而高增长的计算机、生物科技企业将在德国上市。按 1999 年底数据计算，iX 市值达到 42875 亿美元，在全球股市排名中位居纽约证交所、纳斯达克、东京交易所之后列第 4 位。按国内上市公司数计，iX 上市公司数为 2443 个，仅次于纳斯达克和纽约证交所；从交易量上来说，iX 1999 年达到了 49509 亿美元，占欧洲交易所交易量的 47%，次于纳斯达克和纽约证交所，大于 Euronext。

三、网上发行风起云涌前程远大

新经济对证券市场渗透的一股重要势力就是它提供了网上发行和网上交易这些全新的运作模式，从而使规模弱小乃至新生一代的券商有机会向传统的投资银行和经纪商发动冲击。美国传统的证券业具有行业垄断性强、利润高的特点。美林、摩根

斯坦利、高盛等一批超级投资银行把持经纪和承销业务 特别是承销业务更是他们的垄断项目。美国证券业的传统特征与效率高、成本低的互联网相碰撞 正在迅速崩溃 从 1996 年网上交易大举兴起 到 1999 年网上发行的推进，证券业重新成为高度竞争的产业，薄利多销取代垄断成为行业的新特征。

互联网首先是改变了承销发行的传统作业习惯。提供网上发行的券商或其他机构通过网上路演和申购安排，给每个参与者提供公平的申购机会 在每次公开招股活动中 每名个人投资者皆可按发售价提出认购申请，证券的买卖完全不经过中介者。而发行人可以利用网络直接与其股东、潜在投资者和分析人员联络 在网站上发布财务信息、产品介绍、过户代理、证券价格历史资料、资信评估等级和盈利预测等信息。

其次，互联网降低了承销发行的成本和投资银行的收入。在传统的承销发行操作过程中，投资银行向发行公司提供专业服务 这些专业服务包括定价和销售等等 而这些专业服务都需要发行公司支付高昂的价格，投资银行一般都要收取 7% 的发行金额作为承销费用。而现在，由于利用或依赖互联网进行承销发行能够节省大量的成本，所以互联网时代的承销发行费用应该降到发行金额的 3% 至 5%。债券也是如此 通常投资银行要收取 0.7% 的发行金额作为承销费用，如今网上市政债券拍卖公司仅向发行者收取发行金额的 0.1% 到 0.15% 作为承销费用。

一些大型和特大型投资银行为了应对互联网带来的竞争，纷纷起来应战 其手段一是自行创办网上发行业务 直接与从事网上发行的新生代投资银行相竞争；二是投资控股或者参股从事网上发行的新生代投资银行，分享网上发行带来的潜在巨大收益 而且在网上发行市场日益膨胀 大规模商业化成为可能的

时候，可以收购取得网上发行稳固地位和较高市场份额的新生代投资银行。例如 高盛公司 1999 年 3 月购下第一家网上发行承办公司——机灵资本公司的 22% 的股权。

四、网上交易竞争激烈以小胜大

广大投资者举双手赞成网上交易，使得中小券商能够抢占先机，向传统的大型券商发起猛烈的攻击。

投资者首先通过改用网上交易来支持网络经纪商。网上交易能够长驱直入 迅速占领市场 主要原因有两个 成本低 效率高。联机交易的佣金收费于 1997 年开始不断下降 年底时一场减价战更使佣金大幅降低。目前 网上买卖 1000 股股票 所需付的佣金由 8.00 美元至 29.95 美元不等 如美国交易公司是每宗交易收 8.00 美元佣金，富达公司向活跃的买卖客户收取的佣金为 14.95 美元，嘉信公司则就网上股票交易收取 29.95 美元佣金。相较之下，提供全面服务的经纪商所收的佣金平均达 284.00 美元。即使是低收费的折扣经纪行，它们原先拥有的低价竞争力，在网上交易面前也迅速崩溃。美林公司本来认为它能够以优质服务 如提供高质量的投资咨询报告等等 继续向投资者收取高额的经纪佣金 但是 网上交易的蔓延和网上交易市场份额的节节提升 最终迫使美林公司低头认错 宣布进入网上交易领域。

其次，他们在股票市场上用手投票，热烈追捧网上经纪商。美林证券名列 1999 年全美 500 强的 29 位 居各大券商之首。它的全年收入达到 349 亿美元，雇员人数多达 6.7 万人 傲视同行。相比之下，以网上经纪著称的嘉信理财，1999 年排名只列 343 名 收入不过 47 亿美元 雇员只有 1.8 万人，可以说是大券

商中的小字辈。但是截至 2000 年 3 月 14 日嘉信的市值达到 400 亿美元，已经超越美林的 376 亿美元。其他如 E-Trade, Amritrade, 网络业务如火如荼 在证券市场上也是广受追捧。

五、监管服务快速搬上网络平台

在不少成熟市场 从证券的发行上市起 在买卖委托、证券托管、登记开户直至清算交割等环节上，都有依托互联网的服务 传统的监管体系在网络时代出现了明显不适应 立法者和证券主管机关正面临着重新立法和新的监管任务。目前，许多国家的证券监管机构已经建立了自己的网站 通过这些网站 监管机构进行投资者教育和履行市场监管职能。在投资者保护方面，监管机构可通过互联网登载有关证券投资的基本知识和风险防范技能 加强投资者教育 增强其抵御证券欺诈的能力 做好事前防范工作 在市场监管方面 监管机构可以通过互联网对发行人申报材料进行备案（如美国证券交易委员会在其网站上建立大型上市公司数据库 EDGAR 系统）发布各种规章制度、通知和声明 提供有关的部门构架和功能、出版物、新闻公报、年度报告和证券市场具体问题的特别报告等信息，执行网上联合监控。

六、转换理念唤醒风险投资意识

历史上 每次当美国主要证券市场市盈率突破 20 倍 接踵而来的就是股票市场的深幅下跌。90 年代初期，美国生物技术股暴涨后的长期沉寂更是给投资者深刻教训。长期理性投资观念的灌输，使投资者习惯以公司当前盈利和股价比较得出的市

盈率来衡量股票有无投资价值和泡沫程度。这一投资理念最大的缺陷就是忽略了公司未来的增长潜力，忘记了投资股票和投资债券的最大区别是买股票是买公司的未来。

1995 年起经久不衰的网络股热潮改变了投资者习惯思维，风险投资理念逐渐占据上风。网络股和纳斯达克市场的宽幅振荡使投资者一次次地受到锻炼。即使是超级机构投资者，当他逆潮流而动，固守理性投资观念，摒弃风险投资，其结果就如老虎基金经理罗伯逊一样，被迫宣布这只第二大对冲基金关门大吉，而索罗斯管理的最大对冲基金量子基金，在经受惨痛教训后，也开始将投资重点转向新经济概念股。在亚洲，经历亚洲金融危机的洗礼后，投资者不但没有被风险所吓倒，反而在 1999 年开始与亚洲本地网络股共舞。日本的软银、光通信，印度的 Infosys（在纳斯达克上市）、中国香港的盈科、tom.com，沪深市场上的海虹控股和金丰投资，这些网络股的活跃表现，使亚洲投资者开始接受风险投资的洗礼。

七、风险资本走上前台备受关注

在投资者逐渐以风险投资理念取代市盈率投资理念的同时，新经济公司上市前的幕后英雄——风险资本也走上前台，备受世人瞩目，在全球掀起了一股创业投资和风险投资的旋风。

今天纳斯达克市场的大型科技公司，包括微软、思科、戴尔、康柏在内，它们都接受过风险资本的资助。而已经成为新经济时代巨人的大型科技公司，像西门子、英特尔公司、太阳微系统，正在通过风险资本基金会把资金投进新成立的正在崛起的公司，借以获取巨额利润，形成创新增长点，以免被新经济浪潮淘汰。据美国加利福尼亚一家专门从事市场研究的机构说，去年，

为那些年轻的企业提供的风险资本资助高达 365 亿美元，比前一年增加了 155%。1999 年在美国投向风险基金的钱超过了在此之前 3 年的总和。每个受资助的企业平均得到了 890 万美元，比 1998 年增加 71%。在中国大陆国际风险资本成功的案例和它们对新经济公司乃至国民经济带来的巨大动力也深入人心，导致一批国际风险资本、国内民间风险资本和政府风险资本相继建立和涉足，为新浪、网易的成长提供了宝贵的启动资本。

八、改变资源配置带动产业升级

投资者青睐新经济概念股，在向新经济企业注入大量的资金使新经济企业拥有超常发展机遇的同时也为新经济产业呈现爆发性成长进而消除经济增长瓶颈带动产业全面升级创造了条件。以香港特区为例，香港要维持和提高城市的国际竞争力，必须完成地产服务兴港向科技兴港的转化。香港能否如愿以偿，关键在于香港能否培养起一批具有国际实力的新经济公司。香港证券市场就是孕育大牌新经济公司的摇篮。2000 年香港盈科数码动力击败新加坡电信全面收购香港电信股权收购金额接近 3000 亿港元，成为亚洲金额最大的电信购并活动和香港有史以来金额最大的收购活动。

有人也许提出疑问，新经济概念股蕴含着极大的股市泡沫，这些泡沫的存在，很大程度上不是优化而是扭曲股市的资源配置功能。对这个问题的回答，我们可以援引 19 世纪的美国股市对铁路产业的贡献。当时美国股市出现严重的铁路股投机问题，铁路股的欺诈和泡沫确实给投资者带来沉重的损失，但不能否定的是，股市对美国铁路产业乃至美国经济腾飞形成的巨大推动。中国证券市场近两年掀起新经济概念股投资热潮，日后

开设的第二板市场必将形成更大的新经济概念股魅力，在这过程中产生股市泡沫和风险难以避免，但换个角度，也可以说股市泡沫表面上造成资源配置过程中的浪费，实质上，正是泡沫的存在，推动社会资源如洪流般地注入新经济，带动新产业迅速崛起成为经济新增长点。

九、虚拟经济悄然超越实质经济

新经济深入渗透证券市场，一个重要的后果是虚拟经济悄然超越实质经济。有两条新闻值得深思：一是 1999 年末全球股票市场的市价总值首次超过全球国民生产总值。在整个 90 年代，全球股票市场的市值增长速度远远超过全球国民经济的增长速度。之所以发生这种格局，一个重要的原因就是大量科技企业借助股票市场筹资上市，而股票市场科技股的持续升温更是直接刺激整个股市市值的剧增；二是福布斯全球富豪排行榜中，新经济公司和金融投资公司的领袖全面占领榜单。比较福布斯 10 年的排行榜，人们发现，当年日本地产大王堤义明已经名落孙山。当年堤义明荣登榜首，靠的是遍布东京和世界各地的庞大地产，而今天，盖茨等人靠的是所控新经济公司庞大的股权和股票期权，这一状况使得世界巨头的个人财富更密切地和证券市场联系起来。

十、证券市场分配财富、实力和地位

证券市场和新经济互相推动所形成的巨大力量，使国家和地区的国际竞争力发生巨大的变化，伴随这一过程而产生的是财富、实力和地位的重新构造。美国和欧盟力量的此消彼长就

是一个很好的案例。早在 1971 年 美国为满足中小企业、特别是高增长的中小科技企业的融资需求 建立了纳斯达克市场 如今它已发展成为全球高新技术公司上市的首选之地，上市公司达 5000 多家。而在欧洲，这类市场的建立直到 90 年代中期才起步。例如，仿效“纳斯达克”模式建立的欧洲证券经纪商协会自动报价系统 (EASDAQ) 1996 年正式开市 到目前为止虽然取得了一定发展 但也只有 56 家公司在那里上市。与此相对应的是，欧盟国家的上网率为 22% 远低于美国的 50%。

放眼全球，回望国内，我们发现两条值得骄傲和重视的数据 第一 截至 1999 年末 中国内地上网人口排全球第八 第二，以市价总值计算，由沪深组成的中国内地证券市场已经成为仅次于日本东京的亚洲第二大股票市场。我们完全有理由相信，中国将会是下一个新经济茁壮成长的国度。这是中国证券市场大发展大飞跃的机遇，也是中国证券市场大有作为的时代。

● 谢 平

新经济的理论革命

新经济使菲利普斯曲线失灵

传统经济学认为 经济增长会导致工资提高 工资提高会引起物价上涨,从而引起通货膨胀率上升。著名的菲利普斯曲线是一条向右下方倾斜的曲线,它显示了失业率和通货膨胀率之间存在的反相关关系,即如果失业率较低,通货膨胀率就会较高 如果通货膨胀率较低 失业率就会较高。因此,一个国家要保持较低的通货膨胀率,就必须接受较低的经济增长率。要保持较高的经济增长速度,就必须付出高通货膨胀的代价。在 70 年代‘滞胀’时期 高的通货膨胀率和高的失业率并存 这时的菲利普斯曲线变为一条垂直的曲线,这是菲利普斯曲线第一次失灵。而伴随西方国家缓慢脱离‘滞胀’的泥潭 菲利普斯曲线又重新开始发挥作用。基于此 美国经济学家把 2.5%的国内生产总值年增长率和 5%的失业率作为美国经济潜在的经济增长率和自然失业率 并作为宏观调控的一个临界点。而事实上 美国的经济增长率从 1996 年至今已连续 4 年保持在 4%左右 失业率从 1992 年的 7.5%降至目前 4.1% 而同期的通货膨胀率则在 3% 以下。新经济使高增长率、低失业率、低通胀率三者之间的兼容度前所未有地增大,传统经济理论中的菲利普斯曲线又

一次失灵了。

经济周期理论还起作用吗

传统经济学认为，经济生活中存在一定的周期。宏观经济在货币冲击、技术冲击或其他外在因素冲击下，必然会出现周期性波动，不可能总是繁荣或总是萧条。但美国长达 107 个月（至 2000 年 2 月）的经济持续增长已使传统的经济周期理论无法解释。但这是因为经济周期将不存在了呢，还是知识、技术的进步使经济周期的扩张期大大地延长，而衰退期越来越短或者说已不显著，经济周期已被“熨平”了？目前大多数经济学家的观点倾向于后者，认为知识的溢出效应在一定程度上限制了要素报酬递减的作用，新技术革命所推动的资源利用型经济增长周期性特点不明显。此外，世界经济周期的同步现象正在消失。90 年代美国经济持续增长，而日本经济一直停步不前。在全球经济联系日益密切、全球网络加速发展的今天，这种经济周期不同步现象同样引人深思。

“边际效益递减”还是“边际效益递增”

传统经济学认为，在技术水平不变的情况下，当把一种可变的生产要素投入到一种或几种不变的生产要素中时，最初这种生产要素的增加会使产量增加，但当它的增加超过一定限度时，增加的产量将要递减，最终还会使产量绝对减少。但是由于信息高科技产业以知识为基础，而知识具有可共享、可重复使用、可低成本复制、可发展等特点，对其使用和改进越多，其创造的价值越大。而且，知识作为资本要素投入，通过与其它要素的

有机配比和使用 提高了投入要素的边际效用 最终导致效益递增。著名经济学家克拉克较早地发现了这一规律，他曾指出，“知识是唯一不遵守效益递减规律的工具”。如美国微软公司为开发第一套视窗软件投入了 5000 万元美元 其额外生产上千万套只需复制即可 成本几乎可以不计 但仍能以与第一套同样的价格发行 这样 在新经济部门 就出现了不同于传统产业部门的“边际效益递增”的情况。美国经济学家罗默据此提出了“新增长理论”，认为好的想法和技术发明是经济发展的推动力量，知识的传播以及它可以几乎无止境地变化与提炼是经济增长的关键 而好的想法和知识有其自身的特性 即非常丰富且能以极低的成本复制 因而产生“边际效益递增”。这一观点是对新古典微观经济学的巨大挑战。

“供给自创需求”

新古典经济学家萨伊曾提出“供给自创需求”即供给会创造自身的需求，或者说是生产可以自行开辟销路。这个观点早已被现今的主流经济学家所否定。但是 随着技术的进步 尤其是网络技术的兴起，它所产生的丰富多彩的产品则使人们不断产生新的需求 比如 如今风靡一些地区的‘跳舞毯’就是一个很好的例子。所以有人惊呼 萨伊的‘供给自创需求’定律又回来了。

知识技术与人力资本成为生产函数的内生变量

新古典派在分析经济增长的时候，只考虑了资本和劳力这两个生产要素。本世纪 60 年代开始 美国经济学家索洛、丹尼森

等人对知识、技术在经济增长中的作用进行了定量分析，把知识、技术引起的增长作为一个“增长的余量”即在经济增长率中扣除劳动增加与资本增加所引起的增长后，总有一个“余量”是无法用劳动与资本的增加来解释的，这就是技术进步的贡献。这种分析把知识技术作为经济增长模式的外生变量，不能说明知识技术与投入增加的内在联系。1983年，美国经济学家罗默（Romar）对新古典派进行了批评，他在资本和劳力这两个生产要素基础上，又增加了另一个生产要素——知识，从而创立了新经济增长理论。他认为，特殊的知识和专业化的人力资本是决定经济增长的最主要因素。知识应该作为一个独立的内生变量列入增长模式，知识积累是促进经济增长的最重要动力。一国经济要快速增长，就必须像对机器设备投资那样对知识进行投资，实现投资与知识的相互促进和良性循环。

这里特别需要指出的是，软件支出在成本中的地位将被视为固定资产投资，而不是“易耗品”，软件也有折旧。由此对GDP的计算方式也带来了新的革命，美国商务部业已试行。

科技网络股股票的价值如何评估与计算

一般而言，股票价格取决于预期股利收益与市场利率之比，由于传统经济部门存在边际收益递减，所以预期股利收益必然有大有小，股票价格必然会有上升或下降的这种周期性震荡。新经济的网络业等新经济部门产生的边际收益递增，能使预期股利收益可能无限增大。股票市场上关于网络股的IPOs定价（首次公众报价）都不成功，连最知名银行所作的定价都低于上市后价格的2-3倍，这是从来没有的事情。科技网络股股票价格“牛气冲天”，这到底是股票真正的价格还是泡沫，很难区分。

由此引出的问题就是科技网络股股票如何定价的问题。

理解这一问题的关键范畴是“知识的资本化”如专利、管理技术等。正如格林斯潘 1999年 8月 27日在堪萨斯联储所说：一种新思想也可能是资本，由此这个公司无需投入资本也可能扩大股本 其产出也能增加。

政府宏观调控对经济增长作用的重新评价

凯恩斯主义者强调政府着重运用财政政策来调控宏观经济 而货币主义者以货币数量论为基础 主张更多地运用货币政策调控经济，70年代的“滞胀”现象使货币学派所宣扬的现代货币数量论迅速传播 备受推崇 并荣登“官方经济学”宝座。但目前美国新经济的成功 又使各国开始重新重视财政政策 尤其是税收手段 在调控宏观经济中的作用。从以上“菲利浦斯曲线失灵”和“周期失灵”的现象看 传统宏观经济学中的政策理论也要修改 宏观经济政策可能包括宏观科技政策、环保政策、人力资本政策 例如打击电子黑客、控制生物 克隆 筹都属于宏观经济政策的范围。

新经济对传统经济学“价值规律”和 价格理论提出挑战

传统的经济学理论告诉我们 社会平均劳动决定价值 价格围绕价值上下波动。由于知识技术本身与其它商品生产相比具有复杂性、突发性和随机性，使得技术产品的价值取决于个人的劳动消耗而非社会平均劳动消耗。从而对传统的“价值规律”理论提出了挑战。技术或知识具有唯一性 无论需求有多大 供给

只有一个。这样，加入“知识”这一函数后，供给与需求决定价格的理论和方法将在一定程度上失去意义。

知识生产率将取代劳动生产率

在传统经济时代，人们强调的是劳动生产率，经济增长主要通过提高劳动生产率来促进。但在新经济时代，劳动生产率已经不能够创造更多的生产价值，一国经济增长速度的快慢，主要取决于知识生产率，即生产知识，且把知识转化为技术以及把技术转化为产品的效率。一个企业如果不能不断推出新技术、新产品，即使劳动生产率再高，在剧烈竞争中仍无法摆脱被动甚至被淘汰的命运。知识生产率替代劳动生产率将是一个客观规律。

新经济使经济可持续发展成为可能

在传统经济时代，人们总是尽可能多地利用自然资源，实现利润最大化，可以说是一种向自然掠夺的经济增长方式，这就决定了经济增长不可能持久、稳定。而新经济带来了计算机等高科技的广泛应用，对原材料和能源的需求相对减少，知识可以低成本地复制并且使边际收益递增，使经济增长不再是掠夺式的，不再是资源依赖型的。这不仅使长期经济增长成为可能，而且也使经济的可持续发展成为可能。经济增长怀疑论、经济增长极限论已受到挑战。