



中国资本市场发展的环境分析

○ 祁斌

祁斌

现任中国证监会研究中心主任、中共中央党校客座教授。1991年毕业于清华大学物理系并留校任教。1992年赴美留学，分别获罗切斯特大学生物物理学硕士和芝加哥大学商学院MBA学位。2006年获清华大学数量经济学博士学位。

进入2010年，随着世界经济格局的调整渐次展开，金融市场的发展也将进入一个新的阶段。在这样一个关键时刻，深刻反思金融危机，正确认识我国资本市场发展的环境和面临的挑战，并对影响未来市场发展的一些前瞻性问题的作出战略性思考和研究，无疑具有重要意义。

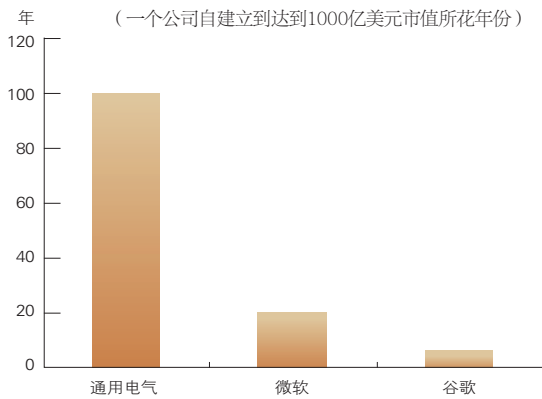
（一）金融危机为我们提供了深入思考现代金融体系发展方式的难得机遇

此次全球性危机，是一场发端于金融市场、也对金融市场产生最大冲击的危机。发达市场发生的金融风暴，给正处于快速发展阶段的我国资本市场提供了难能可贵的借鉴机会。

过去几十年中，全球经济一体化的程度、金融产业的超常规扩张、现代金融体系的复杂性和脆弱性、伴随着资本和信息快速流动而来的各国金融市场的高度联动、金融监管体系的内在缺陷和系统性风险的扩散速度等等，都已经在不同程度上超出了人们原来的估计和想象。尽管危机改变了金融发展和监管的既有格局，但市场仍然是资源配置的主体。尽管虚拟经济的发展过程中不断有“剑走偏锋”的情况出现，但我们不能由此否定虚拟经济对实体经济发展的推动作用。历史反复证明，资本市场在推动各国经济发展过程中起到举足轻重的作用。过去的一个世纪中，国际企业依托于资本市场快速成长和扩张呈加速发展趋势（图1）。

与此同时，各国资本市场发展的竞争更加激烈。资本市场的运行也越来越呈现出国际化的特征。近年来在发达市场和部分新兴市场上，交易所的并购风潮方兴未艾，全球金融中心加快竞争上市资源和金融人才。在全球竞争背景下我国资

图1：过去的一个世纪中，国际企业依托于资本市场快速成长和扩张呈加速发展趋势



数据来源：根据彭博资讯整理

本市场面临着严峻挑战，未来我国资本市场参与全球资本博弈成为必然趋势。

进一步探讨金融危机给我们提供的经验和教训，我们要深刻认识华尔街和中国资本市场的不同——发展阶段的不同和发展模式的不同。美国市场经过了两百多年的发展，在一些领域中，如一些传统的投行业务，已经进入了饱和期，在某种程度上，金融危机的一个诱因就是金融业务向过度复杂化和杠杆化的方向无节制地扩张。同时，我们还应该看到，尽管此次危机对其金融体系有很大的打击，但美国市场仍然是一个相对发达的市场，金融产品高度繁荣，甚至近年来达到泛滥的程度。而我国的资本市场仍处于新兴加转轨的初级阶段，国民经济对资本市场提供的服务还有巨大的需求，两者的情况大有不同。

在发展模式上，美国金融市场的发展模式一直是自下而上、自我演进、主要依靠市场自律的发展

模式。其间有过一次重大调整是1929年由大危机引发的罗斯福新政，随后建立起了现代金融监管体系的框架，寻找政府与市场的平衡点。此次危机将不可避免地再一次迫使美国的市场发展模式从过度自由化向中间点回归。而我国资本市场的发展，孕育于计划经济的传统体制，市场的发展长期以来依靠行政和市场的双重力量的推动，在相当长一段时间内，简化行政审批，加强监管，推动市场化改革将仍然是大方向 and 主旋律。

此次危机也再次证明，虚拟经济的发展如果脱离了实体经济发展的实际需要，就会产生灾难性的结果。有鉴于此，我们在探讨和研判中国资本市场下一步发展趋势的时候，必须要对中国经济的需求作全面深入的分析。

(二) 中国经济的可持续发展对资本市场提出了现实而迫切的需求

中国经济成功抵御危机，但是，面对一系列结构性问题，中国经济要实现可持续增长，征途依然艰辛。同时，中央经济工作会议提出转变经济发展方式，为中国经济未来成长的新模式和在世界竞争的新定位提出了更高的要求。

1、依托资本市场的并购重组是优化和整合现有产业布局的重要途径

经过三十年的粗放式发展，我国经济的结构问题日益突出，亟需进行产业上的优化与整合。依托资本市场，充分发挥市场并购活动的作用，以市场化的方式推动现有产业的整合，引导资源向更具竞争力的产业和上市公司集中，强化规模效应，提升经济效益，是实现这一目标的重要途径。

历史上，发达国家在经历类似经济发展阶段时，资本市场在产业整合的过程中起到了举足轻重的作用。美国历史上的五次并购浪潮是其产业调整的重要推动力，特别是发生在1887~1904年间重工业化阶段的第一次并购浪潮，8年内共发生2943起并购交易，平均每年368起，3000多家中小企业被兼并。这次并购使得大部分行业集中度大幅提升，重复建设和低水平竞争减少，加速了美国的重工业化进程，彻底改变了当时美国的经济结构，涌现出了大批企业巨头，例如杜邦公司、标准石油、通用电器、柯达公司、全美烟草公司以及国际收割机公司，提升了美国经济体的国际竞争力，并为日后美国跨国公司在全球扩张奠定了基础（表1）。在这一过程中，以JP摩根为代表

的华尔街投资银行发挥了重要作用，提供了大量融资和并购服务。

我国资本市场在股权分置改革后，并购重组日趋活跃，2006~2009年上半年，共有上百家上市公司进行了以促进行业整合、产业升级为目标的并购重组，交易金额超过8000亿元，完成并购重组后上市公司净利润、总收入和总资产大幅增长，资本市场存量调整的作用已初步显现。可以预期，随着相关并购制度的进一步完善，在政策和经济内在需求的双重因素推动下，资本市场将在中国经济的存量优化过程中扮演重要角色。

2、危机后在世界各国新一轮的新兴产业竞争中，各国资本市场的效率和竞争力将发挥重要作用

改变增长方式、实现产业升级的一个同样重要甚至更加重要的组成部分，是未来新产业的发现和成长，也就是说我国自主创新经济体系的构建迫在眉睫。

自主创新经济发展模式的本质决定了其必须充分依靠市场的力量。创新经济的典型代表高科技产业，具有高度的行业风险，这不仅因为从

表1：美国第一次并购浪潮前后形成的主要大公司

行业	公司	并购发生年份	并购公司数目	被并购产量占行业总产量的比例（%）
石油冶炼	美孚石油	1880	400	84
烟草	美国烟草	1890~1904	150	90
橡胶	美国橡胶	1892	12	50
糖业	美国炼糖	1893	55	70~90
电器	美国电器	1900~1903	8	90
钢铁	美国钢铁	1901	8	60

数据来源：《美国企业并购浪潮》

表2：美国高科技行业龙头公司均是依托于资本市场发展壮大的

公司名称	所属产业	所属行业	上市时间(年)	上市地点
英特尔	计算机	芯片	1971	纳斯达克
微软	计算机	软件	1986	纳斯达克
Biomat	生物医药	生物制药	1986	纳斯达克
思科	通讯	网络设备	1990	纳斯达克
Biogen	生物医药	基因技术	1991	纳斯达克
朗讯	通讯	电信设备	1996	纽约泛欧
亚马逊	互联网	电子商务	1997	纳斯达克
谷歌	互联网	搜索引擎	2004	纳斯达克

资料来源：公开资料整理

科学技术的研究到科技产业的形成有一个繁复而昂贵的链条，更为重要的是，在今天这个科技进步日新月异的时代，任何技术都随时面临被淘汰的危险。高度的竞争和淘汰率使对于科技产业的具体行政指导很容易变成社会资源的巨大浪费。因此，在推动新产业的发现过程中，较之具体的行政指导，更加重要和有效的途径是通过建设起有效的与创业和创新相关的各种生产要素市场，让市场去帮助选择、辨别和推动高科技产业的发展，而资本市场在这些要素市场中无疑居于核心地位。

历史反复证明，成功的经济转型和产业升级往往与一个国家的直接融资体系的发达程度息息相关。上个世纪70年代同时陷入经济滞胀的欧美两大经济板块中，美国引领了高科技浪潮和新经济时代，先后推动了计算机、通讯、网络、生物医药等新兴产业的兴起，并在这些产业中占据相当大的垄断地位（表2）。究其原因，一方面，美国政府在科技基础设施方面的积累达到了一定规模，另一方面，是依托于美国发达的资本市场。

亚洲金融危机后韩国政府意识到仅仅依靠扶植大企业集团的发展、以附加值较低的制造业为主的战略难以维持国家竞争力和经济的持续发展，出台了一系列扶持中小高科技企业、风险投资发展的政策，科斯达克的设立解决了科技创新中小企业的融资问题，为韩国走出亚洲金融危机阴霾做出了重要贡献。

相反，间接融资为主的金融体系，总体来说对于推动金融和高科技产业的结合并不成功。其中，德国和日本最为典型，无论是日本的主银行，还是德国的全能银行，都很难发现和评估处于发展初期的高科技企业，两国的科技企业也不能有效地从资本市场上获得持续融资、优化治理结构、激励机制、并购等方方面面的支持。自上个世纪七、八十年代以来，两国经济一直未能走出低谷。

作为促进中国经济转型的一项重要举措，2009年，我国成功推出的创业板应该说是恰逢其时。我们相信，随着市场化发行和定价机制的逐步完善，中国资本市场将引导社会资源向具有竞争力的新兴行业及高成长性企业集聚，促进一批代表经济未来发展方向的高科技创新型企业成长，为中国经济体真正选拔和培育出中国的“英特尔”和“微软”。

3、中国经济的国际化为资本市场的发展拓展了新的空间

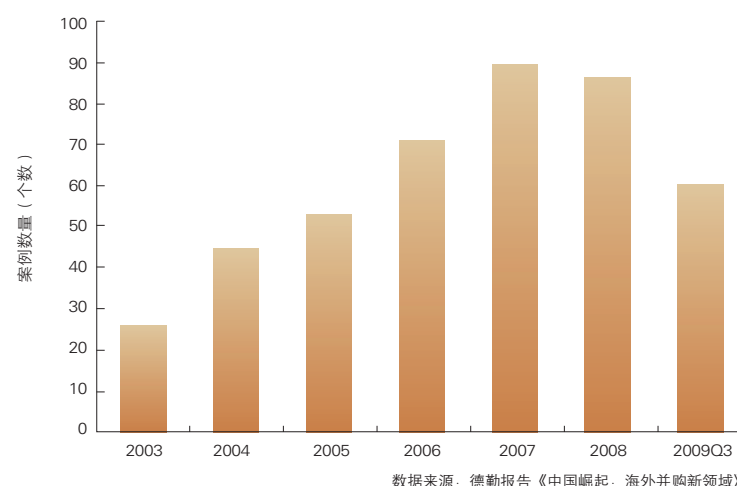
从上个世纪后半叶开始，经济全球化已成为一种越来越明显的趋势。此次金融危机在全球范围的快速扩散，是全球经济金融一体化的鲜明例证，而各国政府面对危机的共同应对，又在某种程度上加速了全球一体化的进程。

我国经济及在国际经济体系中所处的地位正在发生巨大的变化。一方面，我国有望在近两年内成为世界第二大经济体，在世界经济体系中的地位举足轻重；另一方面，我国企业越来越多地参与全球竞争，海外并购日趋增多（图2）。中国经济新的全球定位对中国资本市场产生了现实而迫切的需求，我们应该从全球竞争和国家战略的高度考虑“为我所用”，推动我国在全球范围内获取资源和收购优良资产，以及中国投资者在全球进行资产配置，并努力提高中介服务机构水平，为我国企业“走出去”进行海外并购提供服务。

（三）中国资本市场的进一步改革发展面临诸多挑战

目前我国资本市场仍然处于“新兴加转轨”阶段，整体发展水平和质量亟待提高。资本市场资产总额占金融资产总额的比例仅为30%

图2：2003~2009年中国企业海外并购趋势



(图3), 尚难满足新形势下国民经济发展的要求, 与成熟市场及处于类似经济发展阶段的其他新兴市场相比, 也存在明显差距。

同时, 在市场经济体制不完善、社会信用体制不健全和市场规模快速扩大的大背景下, 我国资本市场在市场机制与股权文化、市场结构和监管体系等方面也面临着很多新的挑战。

1、市场机制需要进一步健全, 股权文化有待培育, 市场主体总体实力较弱, 市场效率和质量有待提高

我国的市场经济体制脱胎于传统的计划经

济, 市场体系一直在不断建设和完善过程之中, 但总体来说尚不健全。我国的资本市场难以脱离经济发展的整体水平和体制改革的总体进程。以证券产品发行机制为例, 近年来, 随着发行体制市场化改革的推进, 股票发行逐步实现了定价市场化等重大进展, 但未来还有很长的路要走。与此同时, 债券市场的发行体制仍存在诸多缺陷, 多头监管、发行审批标准不同, 一直就是掣肘债券市场发展的重大障碍(图4)。

从市场主体来看, 我国上市公司主体脱胎于计划经济及国有企业改制, 股权结构和治理结构仍不健全, 以有效的资本约束机制为核心的股权文化尚未形成, 市场对上市公司的市场化筛选机制也有待进一步完善。近年来, 我国证券期货经营机构的整体实力获得了较大的提升, 但是, 与国际大型金融服务机构相比, 我国证券期货机构的资产规模小、盈利模式单一、整体实力较弱的状况并未从根本上得到改变。

从市场发展的基础来看, 我国资本市场法律体系不完善, 信用体系有待健全。投资者风险认知程度有待提高, 长期投资理念有待进一步培育(图5)。

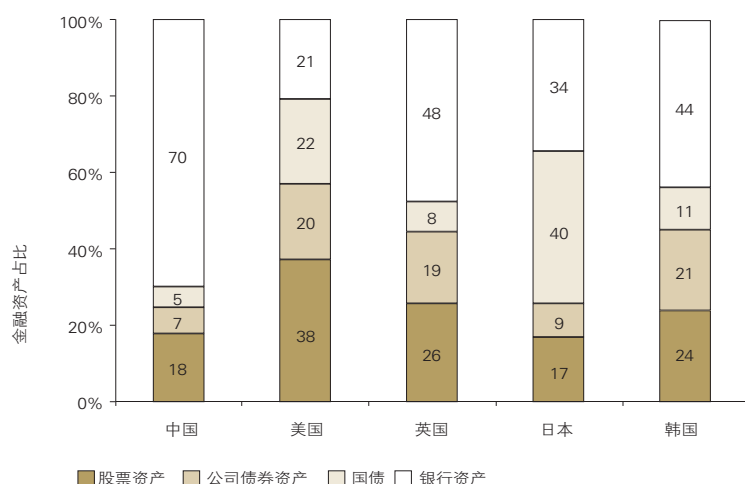
2、市场结构有待进一步完善

经过多年发展, 我国资本市场结构日益完善, 但是, 中国经济和资本市场的快速发展和国际化进程, 使得市场边界迅速延伸, 我国资本市场结构性缺陷凸显, 表现在股票市场与债券市场结构失衡、集中交易与场外交易失衡、证券现货与衍生品失衡等诸方面。

以股票和股权市场为例, 我国上市或挂牌公司数量从主板到场外交易呈现倒金字塔型, 与发达市场存在明显差异(图6、7), 主板的上市公司缺乏强大的后续资源支撑。由于存在着结构性缺陷, 资本市场难以适应国民经济规模增大和结构调整所带来的巨大挑战, 不能满足各个层次的投融资需求。

同时, 金融危机后, 全球资本市场的国际化趋势并未减弱, 中国资本市场在国际化进程中占据了更加有力的地位。中国资本市场的快速发展和内在国际化要求, 加快了境外企业境内上市的战略构想付诸实施的步伐。吸引优秀跨国企业在境内上市, 有助于我国投资者参与分享全球高端产业发展成果, 促进科技与资本密集型产业向我国转移, 并使更多的金融资源驻留境内市场, 有

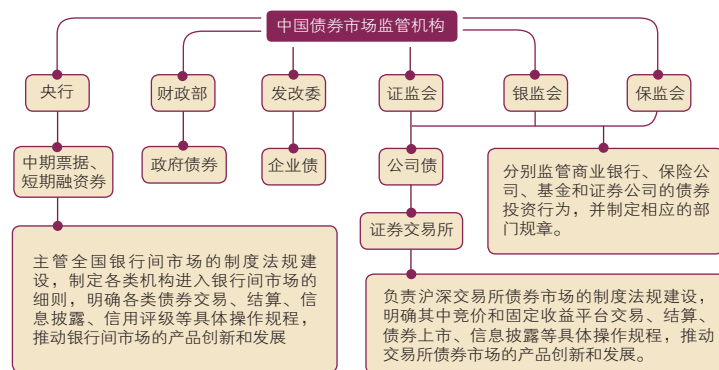
图3: 金融资产结构国际对照表



注: 图中, 中国银行资产在金融体系中占比70%, 远高于所有参照国家(包括传统意义上以间接融资为主的日本和德国)

数据根据有关资料整理, 截至2009年9月

图4: 中国债券市场的管理体制



资料来源: 根据有关资料整理

助于加速国际金融中心向我国的转移。同时，也有助于改善上市公司治理结构，增强境内金融机构的竞争力。

3、监管体系面临严峻挑战

经济、金融全球化和国内金融市场向深度、广度的迅速发展，对我国资本市场监管体系的有效性和多层次化提出了迫切要求。

首先，国际金融危机的教训表明，随着市场边界不断扩大以及金融市场各个领域间相互渗透，在市场局域可能产生监管真空（如发达市场的对冲基金）和监管套利，这种情况在我国市场也开始显现（如投资理财产品，表4）。这不仅会造成行业的不公平竞争，也会带来潜在风险。这要求我们重新界定监管边界，弥补潜在的监管漏洞，加强监管协调，完善监管体系。其次，随着我国资本市场多层次市场体系的建立，OTC市场和PE行业的逐步发展，与之相对应的多层次监管体系的建设变得愈发紧迫。如何区分公募和公开交易市场、私募和场外交易市场，设计出一套有所差别和有一定弹性的科学的监管体系并有效实施，是多层次市场体系建设成败的关键之一。第三，与发达市场不同，我国市场还处于努力提高证券市场繁荣程度的历史阶段，如何进一步深化改革，完善金融产品的创新机制，是一项长期而艰巨的任务。同时，随着市场规模及复杂程度的加大，监管资源匮乏的矛盾日益凸显。如何优化监管资源，提高监管效率，也是一项日益紧迫的任务。

图5：2009年前11月股票市场换手率国际比较

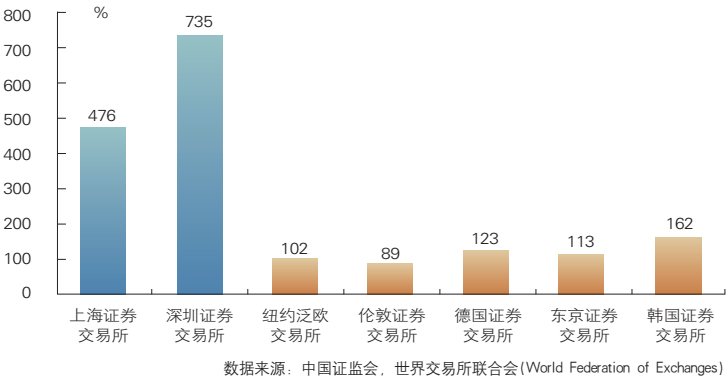


图6：2009年底中国不同层次市场公司数量

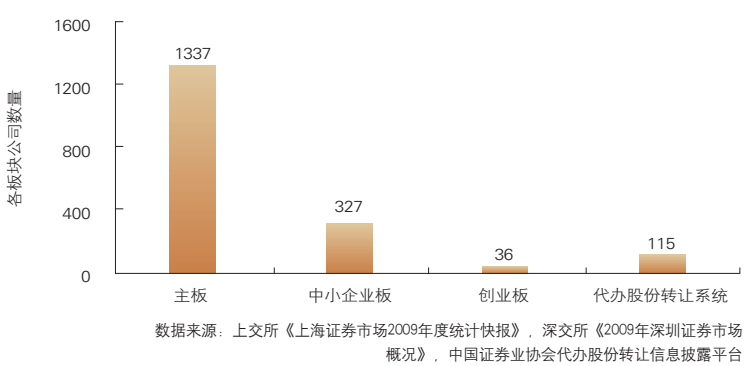


图7：2009年底美国不同层次市场挂牌公司数

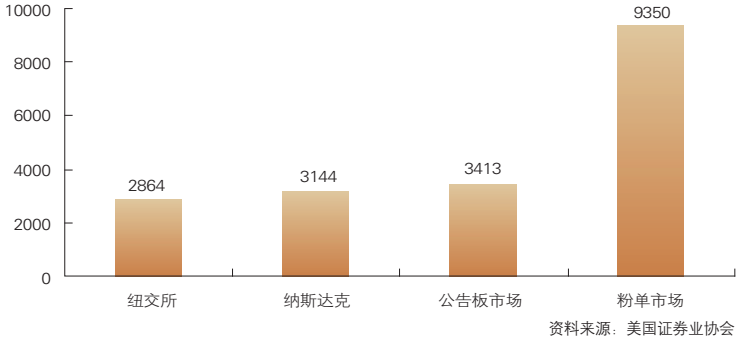


表4：集合型投资计划产品的监管现状

集合投资产品	发行机构	监管机构	监管法律法规	产品审批方式
证券投资基金	基金管理公司	证监会	《证券投资基金法》	核准制
证券公司集合理财计划	证券公司	证监会	《证券法》	核准制
商业银行理财产品	商业银行	银监会	《商业银行个人理财业务管理暂行办法》	备案制
信托产品	信托投资公司	银监会	《关于进一步规范集合资金信托业务有关问题的通知》	备案制
投资连结保险	保险公司	保监会	《投资连结保险管理暂行办法》	核准制

资料来源：中国证监会，中国银监会，中国保监会