

中国建立资本市场特区探析

Thoughts on Establishment of the Special Zone of China's Capital Market

于永达

(清华大学东亚问题研究中心, 研究员 北京 100084)

经过 20 年的改革探索, 中国已经构建起经济体制的新框架, 实现了整体经济实力得到较大幅度增强的近期目标, 初步形成了持续稳定发展的良好态势。世纪交替之际, 经济全球化、知识化的新浪潮又将新兴的中国经济推向更加广阔的发展空间。机遇大于挑战, 而驾驭机遇, 适时制定出新型高效可行的调控方略, 是促进中国经济跨越式发展、实现与国际经济成功接轨的关键所在。其中, 资本市场的成功运作及国际资本的巧妙利用, 将有力地促进中国高科技及相关产业的快速成长, 进而成为拉动中国经济全面快速发展的双引桥和启动器。

一、中国经济新一轮发展需要 资本市场的有力支持

1999 年 11 月 15 日, 中美两国就中国“入世”问题达成协议; 继之, 中国又与欧盟进行最后一轮谈判, 中国有望于 2000 年内入世, 完成期待已久的历史性跨越。这对中国经济来说, 可谓机遇逢时。中国若能成功入世, 将享受 WTO 的权利与待遇, 可获得更多的国际资本来源与更大的市场空间。

根据国际通则, WTO 成员要在享受其权利与待遇的同时, 履行其责任与义务。尽管各国国情不同, 但要加入世贸, 就须承诺商品交易自由化、松动国际资本流动限制等入世条件。中国目前尚属发展中国家, 虽然可享受某些较为宽松的政策优惠, 然而在开放国内市场等原则问题上, 中国政府将承受很大压力。基于中国现实经济、金融状况以及东南亚金融危机的教训, 中国的资本市场, 宜实施谨慎的严密保护政策。但是从双损制约关系上考虑问题, 中国若长期延迟资本市场的开放, 又要以其他相应代价作交换。目前, 中国政府正在推行具有划时代意义的科教兴国和西部大开发发展战略, 需要规模较大、运行平稳、操作灵活、巧通国际的资本市场优化配置大量的资本资源。

那么, 中国能否全部依靠国内资本市场的实力, 在一定时期内支持高风险投资、高科技产业和

整个国民经济的快速发展? 让我们来分析一下中国资本市场的现状。

1993 年以后, 中国的资本市场经过整顿与改革, 实现了合理、高效、快速发展。但是, 综合来看, 中国现代资本市场发展时间毕竟有限, 与西方发达国家 200 多年的发展史相比差距较大。中国资本市场尚处发育阶段, 有以下基本特征。

1. 股票市场基本形成, 但总体规模不大, 运作不规范。1999 年底为近 3 万亿元, 相当于 GDP 的 35% 左右, 仅约为美国一家大投资基金公司的资本总额。中国企业筹资的主渠道, 仍然是银行外部贷款。据国际清算银行报告表明, 1998 年中国的银行贷款相当于 GDP 的 97% 左右。

2. 债券市场是资本市场的弱小辅助部分。其品种单一, 数额较小, 交易范围狭窄。1999 年国债发行额为 4 015 亿元, 其中向民众发行的 1 529 亿元凭证国债, 可以提前兑现, 但不可上市交易; 向商业银行发行的 2 426 亿元无凭证国债, 只能在财政部与商业银行之间、商业银行同业之间交易, 只有 60 亿元的商业保险债券可以在资本市场交易; 至于金融债券、企业债券基本没能到位。也就是说, 债券还远远没有成为资源配置的重要手段之一。

3. 投资主导群体范围较小。仅仅 1 000 家左右企业上市, 4 298 万股民参与股市运营 (1999 年 8 月计)。多数入市者并非大型资本持有者和真正的资本投资者。投资基金 87 家, 其中新基金 14 家 (1999 年 7 月)。前者, 不能参加资本市场运作; 后者, 发行证券投资资金 15 只, 发行总规模 430 亿元。新基金单个组织的资本规模十分有限, 最大的 30 亿元左右, 6 000 万元以下的有 61 家, 1 亿元以上至 3.8 亿元的 12 家, 20 亿元以上的有 10 家。投资资金可从事的投资比率不高, 投资范围较窄。2000 年上半年, 新增的部分保险资金, 可以透过基金购置股份, 说明基金资本运作比以往稍有增长, 但整个投资主导群体并没有发生大的变化。

4. 其他资本市场难于运作。因资本实力等关系, 国际商业票据市场、国际信誉资本市场、主要外

汇交易市场等离岸金融市场,或是封闭不举,或是“稍修小渠,只过溪流”。

5. 几乎没有金融期货、期权、期权指数等避险工具。这样资本市场很难扩容。

6. 资本市场基础欠缺,现代企业制度尚未完全形成。业内专家认为,目前的资本市场存在着“个别企业圈钱的场所”这类误区。部分国有企业已经股份化,但法人化出资主体还不够明晰,控股股东自身缺乏产权激励与约束机制。一定数量地存在着资不抵债、名盈实亏、空壳应付、应倒难倒的企业。

7. 股票、债券、商业票据、保险等资本市场发行环节瓶颈问题还没有很好解决,流通市场不够稳定,时而膨胀,时而萎缩,波动性较大。

8. 证券监管机制基本成型,但弹性不够,行业自身调控机制软弱。

总之,处于初级阶段的中国资本市场,尚未形成较大规模,在经营方面,亦处幼稚时期,在对国内新兴高科技高风险产业的支持及西部大开发所需庞大资本供应方面,力度非常有限。目前国内某些高风险科技密集型企业,已凭借勇气和实力闯入国际资本市场,但毕竟是令大多数企业却步之举。因此,中国的资本市场亟待迅速发展成熟。

二、中国可试行资本市场特区

中国的资本市场欲求迅速发展成熟,现实的选择是:在保持大局基本稳定的前提下,建立资本市场特区,实行递进放开战略。

中国建立资本市场特区,主要有以下好处。

1. 是以小博大,适当引入外资的重要途径之一。在国际资本市场中,直接投资所占的比率很小,1999年大约为7000亿美元左右,同年,全球国际间接资本投资总额,估计已超过1000万亿美元,是前者的150多倍。现在以至未来一定时期内,世界各国对于吸收境外直接投资竞争将愈演愈烈。目前,中国已是国际直接投资接收大国,进一步大幅度引进直接投资的容量有限。然而,与直接投资相比,中国利用国际间接投资的潜力要大得多。因此,中国通过设立几个资本市场特区吸收海外间接投资,既可以回避资本市场整体开放的风险,又可能较多地引入国外间接投资资本。

2. 是支持创业创新,加快高科技产业投入的重要手段之一。美国的实践证明,国际间接投资中,有相当成分的投机运作,但其漏出效应也十分明显。也就是说,国际间接投资可以部分转化为对高风险、高新技术产业的投资。中国在设立资本市场特区的同时,应制定和实施相应的高风险、高科技密集型企业发展战略,通过资本市场的竞争运作,筛选出部分资金,对高新产业项目予以有力支持。初

步预计,建立资本市场特区后,中国每年大约可以吸收1000~1200亿美元的海外间接投资,从中至少会有100多亿美元漏入高风险、高新技术产业。

3. 是促进中国经济结构和产业结构调整、增强市场经济活力的关键步骤之一。建立资本市场特区,更加便于通过特区资本市场的优胜劣汰,优化资源配置,并以此带动特区与全国的产业结构和企业结构调整步伐,增强市场经济活力。

4. 是缓解压力、广泛开展国际经济交流的有效形式之一。中国加入WTO前后,国际上要求中国开放国内资本市场的压力增大,而开放国内的几个特区资本市场,可以证明中国的资本市场已经放开,只是程度不同而已。这样可能缓解美国、欧盟、日本等对中国施压,减轻由此附带的国际交易成本。

5. 是拓宽资本市场发展新路、积累国际化管理经验的重要环节之一。当今市场经济时代特点之一是“与狼共舞”,中国先打开几个资本特区窗口,在引进其他资本的同时,引进部分虚拟资本,展开特区交易,并进行金融同步监控,保证其浮动性在可调控范围之内,逐步积累一些高级资本市场管理经验,为中国全面开放资本市场修桥铺路。这是实现中国资本市场国际化的较省学费的捷径。

综合而论,建立资本市场特区的主要好处就在于:闯出新路,以典示范;既可以更多地利用外资,又可以防范全面的金融风险。

三、中国建立资本市场特区的可行性分析

经过20年的发展创新,中国已经具备建立资本市场特区的基本素质,具体有以下条件。

1. 拥有兴办经济特区的经验。1978年以后,全国先后建立了5个经济特区,开放了14个沿海城市,许多省市自治区和县级市都创办了高新技术产业开发区和经济技术开发区。这些地区,尤其是经济特区,多数获得了成功,积累了丰富经验。与经济特区相比,资本特区的运作方式不同,但外资管理法律体系、外企管理制度、经济主体运作调控形式等,还是可以为资本特区所借鉴。

2. 国际短期资本投资规模巨大,加之中国经济高速增长的魅力,物色中国有成长潜力的金融商品和企业股票进行投资,既是国际短期资本的理想去向,对中国来说,也是良好的资金来源。但是,迄今为止,国际短期资本几乎没有适当渠道流入中国。创办资本市场特区,有可能得到海外投资家的积极响应和广泛介入。

3. 地方政府和企业对于在中国建立资本市场特区的设想,表现出极大热情。作者先后到一些省市自治区、地区级市进行可行性调研,其间,得到了当地政府和企业的积极合作,并希望实践这一设

想,加快本地区经济国际化进程。有地方的支持,资本市场特区发展前景乐观。

4. 国内有相应的资本储备。中国资本市场规模不大,并主要集中在股票市场,整体实力还经不起国外资本的强烈冲击。但是,全国储蓄资金规模较大,储蓄率高达40%,外汇储备数额较多,1999年为1547亿美元。仅需设立几个开放点,事先从全国各方面剥离出部分优质资本进入特区市场,与特区内的国内资本相互结合,是可以同外国资本竞争的,成功的可能性较大。

5. 人才机制渐趋完善。中国已经蓄集了一定数量的金融、证券等高级经营管理人才,并可在条件适当时,从世界各地吸纳一些高级专业人才。资本市场特区创办后,运营方式与国际资本市场接轨、人员待遇亦相应大幅提高,吸引国内外高级资本市场人才的能力将大大增强。

6. 网络控制技术已达到较高水平。在资本市场无纸交易时代,建立资本市场特区,人们最担心的就是资本市场区域如何界定、资本交易行为如何控制,因为这两个问题解决不好,无异于打开整个国家的资本市场。现在,中国已有能力在一定的区域内建立一个控制较为严密的电子信息网络,并将有关的国内外资本交易限定在该网络内进行。

四、资本市场特区模式选择

与经济特区相比,资本市场特区有自己的特点。经济特区是一个综合体,而资本特区是一个资本领域;经济特区有形事务较多,资本特区的资本主要是无形运作;经济特区的内控性较强,而资本特区的海外延伸性突出,能够以小博大,吸收大量外资,但调控难度较大;经济特区贸易经营能力较强,资本特区主要是资本流动的区域,科技开发、生产经营能力强。资本市场特区的这些特点,决定其选择模式的余地有限。

1. 选择适当城市实施。宜选择经济基础较好,与海外经济交易潜力较大,资本市场升级条件充分,对西部大开发有重要作用,易于调控的中小城市,如山东省的威海市和烟台市、云南省的昆明市、海南省的三亚市等。之所以不宜选择发达城市,如上海、北京、深圳等,原因是发达城市是中国现实资本市场集中地,开放这些城市的资本市场,无异于开放整个中国资本市场。初始阶段,特区城市数量应严格控制。

2. 可选择较大区域的特殊资本领域对外开放。除特定城市之外,还可选择较大区域的个别资本领域实施开放,如河南省人寿保险市场。规定境外介入资本在满足特定要求后,可以合理自由进入,如要求外资承诺55岁人口50%,45~54岁人口

30%,40~44岁人口20%比率的人寿保险费用后,即允许其进入该地域人寿保险资本市场。当然,特区要以有效的手段和方法支持国内资本进入相应的人寿保险资本市场,防止境外资本垄断。

3. 净化投资环境,完善投资主体。特区资本市场是各种资本合理竞争的场所。在那里,既要防止过分竞争,又要防止竞争不足;既要防止境外资本细弱的介入,又要防止外资来势过猛;既要防止国内资本过量涌入,又要防止当地资本主体过小、成长不速。达到这些目标必须做到以下几点。(1)制定完善系统的资本市场特区法律、条例,形成多层严密防护网,防止一切未经允许的国内资本进出资本特区,严格限制特区资本进出国内其他资本市场,规范所有资本主体的运作行为,防范过度垄断资本交易和不公平资本交易的发生。(2)整备企业体制。加快易于股份制经营的国有企业股份化进程,对于不宜股份制经营的国有及其他企业,则应通过促进兼并联合等方法,令其尽快纳入现代化经营轨道。(3)加大力度刺激当地高科技企业发展,创造条件吸纳国内其他地区及海外高新科技企业,使特区高新科技产业真正成为最重要的未来经济支点。

4. 建立资本市场电子信息网络,铺设特定网线,设立特别端口,开发特用软件系统,配之以相应的法律制度、上网运作规程等,使特区资本市场真正能够独立运营,防止特区内资本与国内其他资本相混淆,杜绝外国资本的不正当进出。

5. 整合金融企业。就目前情况看,在国内任何一个中小城市建立资本市场特区,都会遇到诸如当地金融资产质量低下、金融企业亏损、经营机制不良、国际竞争能力不足、难于与国际大垄断资本相抗衡等问题。为此,必须改革整合城市金融体制。改革的重点步骤大体为:(1)依法加大力度清理不良资产,严惩一切违法违规拖欠及清欠行为;(2)直接注入资金,属于全国性金融企业的最好由总行、总公司调配部分资金,属于地方性金融企业的最好由其股东和当地政府筹措部分资金,以充实特区金融组织的资本实力。(3)对特区金融组织进行改制,实行现代股份制经营,允许其股份上市,从资本市场上剥离部分资金注入到特区金融企业。

6. 培植高新技术产业温床。特区资本市场的重要支柱是高新技术产业,而高新技术产业的培育要靠教育与科研的雄厚实力。为支持特区高新技术产业的持续发展,有必要优先在特区创办世界一流的教育和科研实体。通过与国内一流大学、一流科研机构的外部嫁接,以及通过直接吸纳发达国家教育科研投资的途径,促进特区教育科研事业迅速发展。当务之急是在特区内尽早设立产业研究院、重点理工大学、国际工商管理学院、企业的各种研究开发机构。

(责任编辑 蔡德诚)