“中国资本市场:从制度变革到战略转型”系列研究·分论(5)

资金结构与投资者结构战略调整:从纯内资市场到内外资并重市场

□ 课题主笔:中国人民大学金融与证券研究所所长 吴晓求教授
联合策划:中国人民大学金融与证券研究所 上海证券报
执笔:中国人民大学金融与证券研究所 李凤云 陈启清 胡松 毛宏灵

对中国资本市场来说,从2005年4月29日开始至今经历的是一段极不平凡的时期,即将结束的股权分置改革以及一系列涉及资本市场基础制度变革的改革不仅是中国资本市场发展进程中里程碑性质的事件,更为中国资本市场发展奠定了良好的基础,参与者以极大的热情将美好的憧憬赋予中国资本市场的未来。然而,要建立一个充满活力与弹性的中国金融体系,离不开资本市场的健康快速发展,中国资本市场必须进行战略转型。在实施战略转型的过程中,除了改善上市公司结构、丰富交易工具、构筑良好的制度体系外,一个决定性因素就是实现资金来源的国际化、投资主体的机构化,在市场上形成一批经营稳健、资金实力和管理能力强大的机构投资者群体,以吸引越来越多的国内外资金,提高储蓄向投资的转化效率,提高资源的配置效率。机构投资群体与市场发展之间不仅是一种相互依存的关系,更是一种作用与反作用的关系,在市场发展的初级阶段,更多地是要靠规范、引导、推动,着力培育,从而形成一种市场发展与投资者壮大之间的良性循环关系,并最终使中国资本市场成为全球重要的金融资源交易场所和财富聚集与增值的中心。

对外开放进程中我国资本市场资金结构和投资者结构变迁

新中国的证券市场最早出现在20世纪80年代,但真正意义上的资本市场是在1990年12月19日和1991年7月3日上海证券交易所和深圳证券交易所先后正式开业后出现的,其成立的初衷是开辟国有企业融资的新途径,缓解银行资金压力。然而,时至今日,人们对资本市场的功能和作用有了更新、更为深刻的认识,资本市场已经被赋予了促进储蓄向投资转化的重要渠道、提高金融体系的效率与活力的重要因素、融入国际金融体系并成为其重要组成部分等各种新时期重要而艰巨的历史使命。

与此相适应,随着资本市场的发展,我国市场的资金结构和投资者结构也有了明显的改善和优化,其变迁轨迹大体可以分为四个阶段:1990-1996年的内资散户时代、1996-2000年的内资机构投机时代、2001-2005年的内外资机构投资者多元化起步时代、2005-2006年开始的内外资机构投资者多元化时代。

第一阶段:1990-1996年内资散户时代,以证券公司为代表的机构投资者总体处于发育萌芽阶段

这一时代的市场投资主体为中小股民。有调查显示,从年龄情况看,25岁到55岁的人群构成了中国个人投资者的主体,但55岁以上的离退休人士也是不容忽视的份额;从教育程度看,为数庞大的中国证券市场投资者的总体受教育程度较低;从职业构成看,中国股市的主要投资者群体为机关干部、工人、科教文卫新闻工作者、商业服务业人员和个体工商户、私营业主;从收入和资产构成看,投资者的年收入水平普遍不高,与此相反,投资者的投资规模相对较高。

在此期间,随着深沪两个证券市场以及中国证券业协会的相继成立,为当时可能的机构投资者——证券公司的发展提供了更大的舞台。1992年底,经人民银行批准,设立了华夏、国泰、南方三大全国性证券公司,其原始注册资本都是10亿,主要参股股东是当时的四大专业银行,实力强大。当时的证券公司大体包括三个层次:全国性证券公司如华夏、南方、国泰等,各省、市人民银行、财政部门等办的地方性证券公司以及信托投资公司、租赁公司等非银行金融机构办的证券营业部。到1996年底,共有430家证券专营与兼营机构,各类证券经营机构拥有营业网点2600多家,拥有总资产1600亿元。

这一时期的基金尽管已经出现,但远没有证券公司对市场的影响力强。从1991年开始,在中国证券市场刚刚起步时就已经出现了第一批投资基金。在随后的几年时间里,又有73只基金得到了设立。由于不规范的投资基金发行和信托受益债券的做法,1994年5月19日,中国人民银行发出紧急通知,要求省级分行立即停止基金的审批发行,在该通知下达以后的3年时间里(1995-1997年),各级人民银行分行没有再审批设立新基金。

这一时期的特征是:

(1)市场投资主体以中小股民为主,其投资理念、投资行为、风险承受能力均与成熟市场的要求相距甚远。

(2)机构投资者的投资行为缺乏规范,其对市场效率的负面影响开始显现。为谋取自身利益,追求一贯的高额利润,在市场监管极不健全的情况下,终于在国债期货市场上演出了一场机构投资者“内幕交易”、“操纵市场”与“恶意违规”等各种行为并发的典型案例,这就是我国证券史上有名的“3.27”国债期货事件。

(3)资本市场制度安排的缺失与错位、不完善的产权制度以及监管真空的存在不仅导致了资本市场参与主体扭曲行为的产生,而且直接导致了证券公司经营风险的扩大与聚集。

第二阶段:1996-2000年内资机构投机时代,这一时期是证券公司和基金公司最为活跃的时代

由于国债期货市场的关闭,大量逐利资金流向股票市场,直接导致了1996年大牛市的出现,加上这一时期市场监管制度尚处在初建时期,监管力量薄弱、法制极不健全,导致监管漏洞较多,而股市的繁荣又导致了广大股民的狂热情绪,因此,这种环境给机构投资者肆意投机提供了温床。

从证券公司的证券承销业务来看,券商为了自身收益,在确定IPO发行价时过高定价。有统计显示,2000年以前,我国上市公司首次溢价发行的比例高达80%以上,而这种情况在发达的资本市场是极其罕见的。从投资银行的企业并购业务来看,从并购目标企业的选择到并购方案的设计,再到并购过程中的融资服务等方面,采取了急功近利的策略,使得企业并购的效率不高,整个社会的结构调整缓慢。从证券公司对二级市场上股价的影响来看,投机性更为明显。据统计,在2001年之前,中国股市中ST股票的炒作次数最多,“垃圾股”得到了极大的追捧,弥漫中国股市的是投机之风。

这个时期的市场还有一个重要的变化就是证券投资基金正式登上历史舞台。1998年3月底,按照1997年11月国务院发布的《证券投资基金管理暂行办法》而规范设立的基金金泰、基金开元问世,揭开了基金业发展的新纪元。但由于制度不完善,证券投资基金与其他机构投资者的行为并无二致,反而他们利用自身资金实力雄厚、有政策扶持等优势,与市场其他机构合谋或单独做庄,成为投机之风越刮越猛的主要推动者之一。

这一时期的特征是:

(1)中小投资者的弱势地位在机构投资者实力不断增强和操纵市场行为中日益明显,面临的风险不断增大。

(2)证券公司的狂热投机和非规范运作导致其营运风险不断放大,经营绩效出现了较大幅度的波动。

(3)新设立的证券投资基金公司由于其恶劣的市场行为和乏善可陈的经营业绩,其市场认可度较低。

(4)由于不完善的市场运作规则,导致投资者结构变动的积极影响并未显现出来。

第三阶段:2001年-2005年内外资机构投资者多元化起步时代,也是中国证券业对外开放和规范发展的阶段

投资主体构成和投资行为的理性化程度直接关系着资本市场的成熟和完善。一般而言,相对于个人投资者,机构投资者在资金、信息和人力资源方面具有极大的优势,其特有的专家理财、组合投资、分散风险等优势,能产生更高的投资效率和资源配置效率。因此,2000年上半年,我国管理层提出将超常规发展机构投资者作为我国证券市场发展的重要战略决策。

从2001年12月11日起,我国正式加入WTO,标志着我国的证券业对外开放进入到一个全新的阶段,市场机构投资者结构变动幅度加大,内外资机构投资者多元化进程开始全面启动。

这一时期投资者结构的特征表现在:

(1)证券投资基金进入快速发展时期,基金规模不断扩大,创新性基金产品不断出现;

(2)证券公司在重组和增资扩股中规范发展,合资证券公司开始出现;

(3)保险资金、社保资金正日益成为资本市场重要的机构投资者;

(4)QFII的引入,直接导致机构投资者的多元化。

第四阶段:2005-2006年开始的内外资机构投资者多元化时代

为冲破阻碍中国资本市场发展的“柏林墙”,从2005年4月29日开始,经国务院批准,中国证监会吹响了股权分置改革的号角,将中国资本市场领入了一个新的发展阶段。随后,中国资本市场开始连续进行了一系列制度变革,启动了资本市场基本制度的全面改革和构建,这一时期也成为了中国资本市场最为关键、最为重要的一个时期,它开创了中国资本市场发展的新纪元。

显而易见,这一系列制度变革将极大地改善我国资本市场的运行环境,有利于机构投者的健康发展。正如证监会主席尚福林在第五届中国证券投资基金国际论坛会议上所说的,“我国以证券投资基金为主体的多元化机构投资者队伍进一步发展壮大”……表现为“证券投资基金持续快速发展、商业银行设立基金管理公司试点工作稳步推进、合格境外机构投资者(QFII)试点工作迈出新步伐、保险资金、社保基金等机构投资资本市场的规模进一步增加”。

资本市场战略转型与资金结构和投资者结构重大调整

我国资本市场经过十多年的发展,已经取得了很大的成绩,但距离建立一个现代金融体系的需要还不够,同我国经济发展的需要也不相适应。我国资本市场要想取得长足的发展,未来还必须进行战略转型。从资本市场发展最基本的供求机制来看,这一战略转型必须要解决两个基本问题:一是调整上市公司的来源和结构,努力提高上市公司的质量;二是调整资本市场资金结构,推动资本市场资金来源的机构化和国际化。这两个问题相互关联,缺一不可。调整上市公司的来源和结构,必须鼓励大量优质企业在资本市场上发行上市,这种发行无疑会改变现有市场的供需平衡,因此必须相应扩大市场的资金供给,让更多的资金源源不断的流入市场。而从成熟市场经济国家资本市场的资金结构变动来看,一个强大的、发达的、成熟的资本市场在资金结构上普遍呈现出机构化和国际化的特征。

因此,我们认为,未来中国资本市场在资金供给政策上应该遵循两条基本的路径:第一,就中国金融体系的内部资源来说,必须超常规模地发展机构投资者,发展以集合投资为特征的证券投资基金,逐步扩大商业保险资金(主要是寿险资金)和社会保障基金进入市场的比例,积极稳妥地发展从事基于资本市场资产管理、具有私募性质的投资基金。只有这样,才能从根本上改善资本市场上投资者的结构,中国资本市场才会在发展中实现供给与需求的动态平行。资金来源的机构化将可能提高资本市场的弹性和结构性效率,改善资本市场的风险结构。第二,就中国金融体系的外部资源来说,必须从投资角度开放资本市场,吸引更多的外国投资者进入中国资本市场。成熟的外国投资者的进入能够给中国资本市场带来增量资金,同时,这些投资者也可能以其成熟的投资理念影响中国投资者的投资行为,以其对创新性产品的需求推动中国资本市场的创新发展。

1、积极稳妥地扩大机构投资者的规模,推动资金来源机构化

在政府政策的扶持下,中国机构投资者发展迅速,已经成为中国资本市场上非常重要的投资者,给资本市场的发展带来了深刻的变化。但是,从未来发展的角度来看,中国机构投资者的培育也仍然还存在一些问题,我们认为,未来可能需要解决以下问题:

*第一,要建立机构投资者和资本市场发展之间的良性循环机制。*这就是在培育机构投资者的时候要有一个倾向,即机构投资者的培育并不单纯是为了吸引更多的资金,而是致力于资本市场的深化,致力于资本市场功能的完善和效率的提高,要充分发挥机构投资者在公司治理、市场创新方面的作用。在这个政策导向之下,机构投资者和资本市场之间就能建立互相促进的良性循环发展机制。

*第二,要充分重视目前证券投资基金发展中存在的短期化倾向,打破基金和资本市场之间的恶性循环。*目前基金的发展速度很快,但是在基金业也弥漫着重视短期业绩忽视长期业绩的趋向,基金业的规模扩大与基金的赎回几乎同步。2001年以来,以金额计算每年基金都是净赎回,特别是2006年上半年,净赎回金额达到1167亿元,甚至超过上半年新基金的发行量(见图)。这种发展状况如果持续下去,基金和股票市场之间就可能形成一个恶性循环。这种循环表现为短期业绩的压力让基金成为助长股票市场大涨大跌的力量,而股票市场的大幅波动又助长了基金的投机性,基金业有可能会重蹈韩国基金业的覆辙。而中国基金业的发展之所以出现这一问题,主要原因还是因为基金的购买者主要还是短期性的投资者,缺乏长期性资金的支持。要想打破中国基金发展的这一循环,必须鼓励保险资金、养老基金等长期性资金去购买证券投资基金,确保基金业发展的稳定性。

*第三,机构投资者本身的发展在结构上也必须转型。*目前我国机构投资者的发展主要着重于证券投资基金的发展,但参照国际成熟市场的经验,根据我国资本市场仍然以短期投资者为主的这一现实,今后发展机构投资者的主要任务必须是在进一步扩大整体规模的同时,调整机构投资者的结构,鼓励以养老基金、保险资金为代表的长期机构投资者进入资本市场。养老基金和保险资金的发展,一方面能够为资本市场的发展提供长期资金,另外一方面它也为中国的基金管理公司创造了一个重要的竞争者,从而促进整个机构投资者队伍的发展。

*第四,在总体战略上看,中国机构投资者的发展的政策应该从供应面逐渐转移到需求面上。*我国一直以来都鼓励机构投资者的发展,但这种鼓励的重点是放在基金管理公司的发展上的,是鼓励基金管理公司多发基金,扩大规模。这种政策在短期内能够促进机构投资者规模的扩大,但有可能是竭泽而渔。无论是投资基金、养老基金还是保险资金,他们自身规模的扩大都离不开投资者购买份额,没有最终投资者的支持,这些机构投资者的规模扩大只能是无源之水。因此,我们认为,机构投资者的发展必须注重需求的培育和引导,通过政策的设计来鼓励最终投资者去购买机构投资者的份额。

*第五,机构投资者的发展离不开一些配套机制的完善。*例如,要加快金融衍生工具的推出,从而为机构投资者提供风险对冲工具。尽快实施资本市场融资融券交易机制,为机构投资者提供双向交易盈利机制。

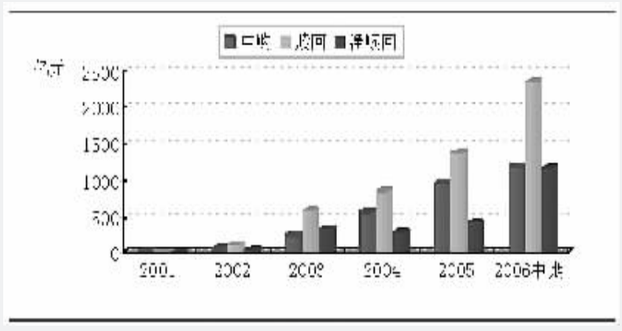
2、不断扩大外资进入资本市场的规模,推动资金来源国际化

就中国金融体系的外部资源来说,必须从投资角度开放其资本市场,开放的幅度、节奏应与大型国企回归A股和蓝筹股集群形成过程相协调。资金封闭的中国资本市场完成不了全球多极金融中心之一极的伟业。在2006年之前,中国在资本市场开放上的战略着重于通过把企业送到海外上市然后再把资金拿回来。这种开放的战略在历史上对中国企业的发展、国际收支平衡的维护都起到了非常重要的作用,但现在随着整个环境的变化以其资本市场整体发展战略的转型,这种开放战略已经有些不合时宜了。与其着力发展QDII购买海外上市的国企股,不如让大型国企回归A股;与其担心市场承受力而把大型国企送到海外上市,不如把大型国企留在A股而同时调整外国投资机构进入中国市场的门槛(比如QFII泛化),以消除市场承受力之虞。中国资本市场如果要成为全球最重要的金融市场之一,不断地对外开放是一个基本要求。

针对这种投资对外开放的要求,中国人民银行和中国证监会于2002年11月5日正式发布了《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》,启动了中国证券市场对外国投资者开放的进程。2006年8月,中国人民银行和证监会修订出台了《合格境外机构投资者境内证券投资管理办法》,为QFII投资中国境内A股市场提供了更好的制度环境。QFII制度一经推出就获得了外国投资者的普遍欢迎,众多外国机构投资者向国家外汇管理局提出了额度申请,截至目前,国家外汇管理局批准的QFII累计投资额度已接近90亿美元,距100亿美元的总额度仅一步之遥。

对于我国来说,在资本项目尚未开放的背景下,通过QFII制度来吸引外国投资者有效地解决了证券市场开放中的核心问题——货币进出问题,意味着我国证券市场向国际化的方向迈出了关键的一步。但是,目前来看,QFII这个渠道还是比较狭窄,流入的量也比较小。据统计,2005年底,QFII持有A股市值约为180亿元;截至今年三季度QFII持有A股市场值已逾230亿元,占流通市值的比例略微超过1%。从国际比较的视角来看,这个比例还是相当低的。我们认为,把QFII的量扩大到占总市值的10%对中国资本市场的发展来讲将是有益而且安全的,这样看来,目前100亿美元的额度就太少了。

2001年以来股票型和混合型开放式基金历年申购和赎回金额



数据来源:赵建兴,景志钟:《大时代,大扩容——2006-2010年A股市场资产供需关系展望》,招商证券。

目前在扩大QFII上有一种顾虑,认为吸引外资进入资本市场会在一定程度上增加中国资本账户的顺差规模,从而进一步加剧中国当前正面临的国际收支不平衡的问题。这种担忧似乎有些过虑。这几年由于中国经济的快速增长以及人民币升值的因素,有越来越多的外国资金期望进入中国进行投资,但是囿于投资渠道的缺乏,这些资金大量通过一些非法的渠道流入中国,给中国的国际收支管理造成了极大的冲击。如果我们给这些资金提供一条正规的投资渠道,那么这些原来非法流入的资金就可以通过这些正规的渠道流入进来。这可能只是改变了国际收支的结构,并不会完全净增加国际收支顺差。而且还使得原来游离于监管之外的资金纳入到监管体系之中,增加稳定性和安全性。

鉴于以上这些因素,在证券投资的对外开放上我们主张积极扩大规模,不仅要扩大现有QFII的规模,同时还可以在适当的时候通过特殊的制度设计为一般投资者投资于中国资本市场提供渠道。

扩大证券投资的对外开放并不仅仅是开设渠道,扩大规模就能实现的,要想让国外投资者稳定地投资于中国的资本市场,还需要相当多的配套措施。这其中最重要的是两条:一是提供必要的汇率风险避险工具。外国投资者进入中国将面临汇率风险,这种风险有时候甚至会将其在中国资本市场上的投资收益完全消除,因此,适当的汇率风险避险工具的提供是外国投资者急切需要的。第二是改善外汇管理。由于目前人民币只能经常项目自由兑换,因此国外投资机构必须将外汇兑换成人民币,然后转入国内银行账户进行投资,并对利润、股息的汇出进行限制等。这些都有待于相关制度的完善。

总之,我们认为,未来中国资本市场的战略转型离不开资金结构和投资者结构的调整,而资金结构的调整离不开机构化和国际化。没有资金来源的机构化,中国资本市场就建立不了市场发展的长效机制,而没有资金来源的国际化,中国资本市场就不可能成为未来多极国际金融中心的一极。