

中国资本市场开放

——风险、步骤与策略研究

殷凤

(上海大学国际工商与管理学院, 上海, 201800)

摘要：中国资本市场开放势在必行。然而，由于资本市场开放的风险以及我国的现实国情，决定了中国资本市场开放绝不能一蹴而就、操之过急，应在审慎的态度下，实行渐进式的、层层推进的开放。当前，必须采取多种策略稳步推进这一进程。

关键词：资本市场；开放；风险；步骤与策略

中图分类号：F0 **文献标识码：**A

一、引言

从当前中国资本市场的开放节奏上，可以明显看出我国政府正在履行当初入世时所做出的承诺。当然，这一进程并非被动的安排，资本市场的开放同时也是中国经济改革和资本市场发展的现实需要。资本市场开放有利于国企改革的推进以及产业结构的调整与升级，同时，开放资本市场，放松各种市场准入限制，可以减少外国投资者、融资者和证券公司的进入障碍，降低交易成本，增加透明度，进一步吸引更多的外国投资者进入，扩大资本容量，提高资本市场配置功能、运行效率和资本利用质量，为中国资本市场补充新的金融工具和经营管理模式，推进中国资本市场的发展和完善。

可以说，中国资本市场开放既有内在的要求，也有外在的压力，进一步开放已成为必然。然而，无论是其他国家开放资本市场的经验教训，还是我国的客观现实，均提醒我们，开放资本市场绝不能一蹴而就、操之过急，应在审慎的态度下，实行渐进式的、层层推进的开放。在这样一个前提下，如何合理安排开放的步骤、具体应施行哪些策略就成为当前被广泛关注的焦点问题。在具体讨论这个问题之前，我们首先来看一下开放资本市场的风险以及我国是否已具备了完全开放资本市场的基本条件。

二、资本市场开放的风险

资本市场的开放对资本市场乃至整个经济体系的发展都将带来极大的推动作用，但同时也会带来很大的风险，对此我们必须有清醒的认识。具体而言，资本市场开放会带来以下风险：

1. 资本市场风险

主要是指开放给市场带来的系统性风险，主要包括：(1) 溢出或关联效应。在资本市场开放的条件下，本国市场和外国市场在资金流动、市场运作等方面联系的加强使得本国市场和外国市场的关联度增加，这会增加其他国家市场动荡对本国资本市场的影响。其他国家资

作者简介：殷凤（1974—），女，上海大学国际工商与管理学院讲师，经济学博士。

本市场的波动会通过外国投资者在本国市场上投资行为的改变，传送到本国市场，这就是所谓的“溢出效应”。特别是在资本市场不完善的情况下，溢出效应的影响将更加明显。（2）市场波动风险。市场波动风险，是指在资本市场开放后，外国投资者的进入或退出可能造成或加剧本国资本市场价格波动的风险。资本流入可以导致金融体系规模快速扩张，而资本流入的突然逆转，也会导致金融体系的脆弱性大幅度上升。如果本国资本市场的规模较小，流动性不强，那么一定规模外资的流入或流出都会显著影响价格走势，加剧市场波动。尤其是在一些机构投资者成为国家非居民投资主体时，国内金融市场的不稳定性表现得更为显著。

2．资本流动风险

资本市场开放后，国际资本将通过各种渠道进入我国资本市场。尤其是在本国市场存在明显的盈利空间时，资本的趋利性必然导致大规模的资本流动。频繁而大量的资本流动将可能干扰本国资本市场正常发展，给资本市场带来风险。从国际金融发展史来看，国际资本流动与金融风险的内在联系是非常密切的。资本流动是多次金融危机和造成某些国家泡沫经济的重要原因。

3．金融创新风险

资本市场的开放会大大推动我国的金融创新。金融创新在带来诸多好处的同时，也给金融体系带来了风险。尤其是金融衍生产品具有极大的渗透性，它的发展打破了银行业与金融市场之间、衍生产品与原生产品之间以及各国金融体系之间的传统界限，从而将金融衍生产品市场的风险通过这种联系传递到金融体系的各个方面，大大增加了金融体系的系统性风险。

4．金融机构风险

金融机构风险是指在我国资本市场开放的过程中，金融机构由于自身经营的不确定性以及资本市场开放带来的影响而造成的风险，主要包括经营性风险和竞争性风险两类。在资本市场开放的过程中，市场机制的不断引入以及国外机构的逐渐进入，使我国金融机构面临的经营不确定性及市场风险大大增加，而我国金融机构本身存在的多种问题也增加了其在市场化和国际化过程中经营失败的风险；同时，随着我国资本市场的开放，将会出现更多的中外合资金融机构和外国独资机构，与国内金融机构在金融业务、市场占有率、技术、金融服务、人才等方面展开激烈的竞争。这会在短期内对国内金融机构的业务经营活动形成较大的冲击，打破我国金融体系原有的均衡，使中资金融机构的经营环境恶化，市场份额下降。

5．金融监管风险

金融监管风险主要指在证券市场开放过程中由于金融监管水平落后或金融监管的无效性而给证券市场或整个金融体系带来的风险。证券市场的开放是一项复杂的工程，本身蕴含着极大风险，对金融监管提出更新更高的要求，如果金融监管无法满足这种要求，无法对证券市场进行有效监管，那就可能使证券市场的风险越积越多，甚至酿成金融危机。这种风险主要包括：（1）金融监管水平落后引致的风险；（2）金融创新引致的难以监管的风险；（3）国际监管困难导致的风险。

由此可知，资本市场开放所蕴含的风险涉及资本市场的各个方面，因此，对于资本市场开放，我们必须采取极其审慎的步骤和措施，密切防范这些风险。

三、我国尚不具备完全开放资本市场的条件

从发达国家和新兴市场经济国家资本市场开放的经验和教训中可以看出，资本市场开放必须建立在一定的基础之上，这些基本条件包括一国经济市场化水平与开放程度、金融业发展水平与资本市场成熟程度以及有关法律、法规和制度因素的完善程度等。对照我国的现实情况，可以很明显地看出，目前我国还不具备完全开放资本市场的条件，主要表现在以下几个方面：

1. 银行体系和金融监管体系不健全

我国银行体系和金融监管体系还很不健全，监管层次单一，缺乏透明度。国有银行商业化改革还远未到位，行政化的经营管理体制没有得到根本改变，不良资产问题尚未解决，银行内部控制制度仍不完善。在金融监管方面，尽管分业监管体制的框架已经建立，监管职能在逐步增强，但人民银行货币政策的职能与监管职能仍没有分离，中国人民银行、中国证监会、中国保监会三个最高监管当局三足鼎立，如何有效地协调统一仍在探索。虽已出台《中国人民银行法》、《证券法》和《公司法》等监管法律法规，但缺乏可操作性的实施细则，监管部门执法力度和法律约束不够，致使资本市场投机现象严重，存在很多风险隐患。

2. 资本市场发育不足

我国资本市场还很不成熟，市场规模狭小，不具备抵御市场国际化风险的能力，可供投资的品种少，同时还存在较为严重的制度缺陷。具体表现在：（1）资本市场运行中行政干预较多，致使资本市场自我扩张、自我收缩、自我协调、自我选择、并在这一过程中实现资源优化配置的功能部分失灵。（2）资本市场结构很不完善，只有现货市场，缺乏期货期权及其他金融衍生品市场，使我国资本市场中只有“做多机制”，缺乏“做空机制”，没有期货期权市场中特有的套期保值、价格发现和风险规避功能，这就大大抵消了资本市场本身所固有的优势。（3）证券市场信息披露的充分性、及时性和有效性以及信息在投资者中分布的公平性，与成熟的国际证券市场相比差距很大。（4）法制建设相对滞后，监管机制和手段落后，与国际惯例存在较大差距。（5）市场主体仍不成熟。国企改革存在很多问题，目前 1000 多家上市公司绝大多数由国有企业改制而来，上市未有实质性改制的现象十分普遍，股权结构不合理，国有股最终所有者缺位问题、国有股的市场化与流通问题都没有得到解决，上市公司治理结构存在制度缺陷，治理机制难以市场化，“一股独大”、国有股的过度集中导致国有产权虚设和内部人控制，也导致市场机制对经理人的约束机制难以建立，其行为很不规范。市场投资主体的构成不合理，中小散户投资者占主体，风险意识和风险承受能力还很低。在机构投资者方面，近几年私募基金等不规范的机构大户发展很快，而养老基金、保险公司还没有成为市场主体；证券公司等市场中介机构的作用和责任都还不够，经营能力弱，风险高，业务范围狭窄，创新能力低，缺乏国际竞争力。

3. 利率和汇率制度还很不完善

我国的利率体制与利率市场化改革的目标相差很大。利率机制的行政传导以及利率的弹性较低，使其对资源配置调节的价格杠杆作用未能发挥。同时，我国汇率制度也有待完善。自 1994 年汇率制度改革以来，我国一直实行以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制度，但汇率机制的市场化程度仍远远不够，汇率浮动不足，缺乏弹性。如何建立合理的人民币汇率机制也是摆在我国面前的一个重大难题。

四、资本市场开放的步骤与策略

开放资本市场是一个复杂的长期过程，即使是像日本、法国和意大利等发达国家也是在实行经常项目可兑换 20 多年后才实现了资本时常的完全开放。发展中国家经济基础薄弱、市场机制发育不完善、金融体系尚不健全，因而在开放的步骤和程序上更要采取渐进性的战略。从发展中国家资本市场开放步骤和程序看，都是呈现出带有一定规律性的顺序和层次。其主要特点：一是直接投资开放先于证券投资 and 外汇交易开放。二是长期资本项目先于短期资本项目开放。长期资本项目既包括直接投资也包括国际贷款和证券买卖等间接投资；既包括外国对本国的资本投资也包括本国对外国的投资。发展中国家往往是先解除对长期资本流动管制，而对短期资本项目实行一定的限制，货币市场则最后开放。三是放松资本流入项目总体上先于放松资本流出项目。四是在短期资本市场上非居民先于对居民开放。五是开放证券市场以培育外国投资基金为先。一般是首先引入合资或独资的外国投资基金投资于国内上市和非上市公司。

从上文的分析可以看出，资本市场开放蕴涵着诸多风险，而且，当前中国还不具备完全开放资本市场的基本条件，金融市场上可供居民选择的投资品种仍然十分有限，利率的市场化也还没有实现，银行从借贷走向信贷膨胀的诱因并没有完全消除，资本市场规模狭小，证券经营机构经营能力较差、风险高、创新能力低，几乎没有国际化经营的能力，金融体系还很不发达和稳健。同时，目前中国的金融监管水平较低，还没有能力应付和及时控制资本市场开放以后各种交易所包含的巨大的金融风险。这样，一旦发生投机性冲击，对整个经济系统的影响就可能是灾难性的。因此，我国资本市场开放必须审慎、渐进地推进。

在资本市场开放的步骤方面，国内学者的看法大体上是一致的，均认为我国资本市场开放应是渐进式的。在模式选择上，“只能是渐进式，而非大爆炸式”，应“谨慎、有序、渐进化开放”，“按照轻重缓急和控制风险的要求，有步骤、有节奏、有计划、分阶段实施”。

具体而言，资本市场开放一般要遵循以下顺序：建立良好的宏观经济和政策环境——实现外贸自由化和国内资本市场的自由化——实现外部金融自由化。外部金融自由化包括金融制度自由化和金融市场自由化。金融制度自由化一般应先进行汇率制度的调整，而后实现经常项目货币自由兑换，最后实现资本项目下货币的自由兑换。而金融市场的自由化则首先应实现外资金融机构的准入，在此基础上才能进一步推进金融市场业务的开放，先是一般业务，

然后是银行与保险业务，最终才是证券和短期资本市场业务的开放。

当前我们应做以下几方面的工作：

1．加快资本市场制度创新

制度缺陷是横亘在我国资本市场开放前最大的难题，可以说，不消除这种制度缺陷，资本市场开放就没有保障。应从以下几个方面推进资本市场制度创新。（1）从市场准入、发行、交易、市场退出等多方面推动市场化进程，使国内资本市场的运行机制与国际接轨。（2）完善资本市场流通体制，改变市场单一、规模狭小、融资工具缺乏的现状，推进其功能增强和结构优化，尽快实现流通股和非流通股股权的统一。（3）进一步完善信息披露制度，并通过动态监管、借助中介机构的力量等措施来解决信息披露失真问题。（4）加强金融监管。在金融监管手段上，我国目前的金融监管仍主要以市场准入、业务领域、分支机构的设立、资本充足性等合规性监管手段为主，尚未建立起风险预警机制和危机处理机制。资本市场开放推动的金融创新无疑会进一步加大监管当局对金融机构进行有效监管的难度。要注重金融机构多元化对资本管制和资本流动的影响，寻求新的市场格局下的外汇管制和资本市场监管方式，努力形成多层次的监督体系，拓展监管手段和方法，逐步建立起风险预警机制和危机处理机制。同时，还要注重监管的国际合作。（5）推进法制建设。一方面要制定有利于资本市场发展的法律、法规和政策措施，同时对现有法律、法规的滞后、缺漏以及与国际惯例不符之处进行修正，加强行政法规和监管规章的内部协调，进一步完善资本市场法律体系。

2．注重资本市场开放与本国金融部门自身改革的配套性

从各国的经验看，资本市场的开放必须同本国金融部门自身的改革同步配套进行。尤其是证券市场的开放应与金融部门和金融市场工具发展相协调，包括利率市场化、发展间接货币工具、规范银行业和资本市场并加强监管等。国内金融系统的改革和稳定程度对开放后的资本流动数量及构成都有关键性影响作用。如果金融系统缺乏相应的消化能力和管理能力，即使政府放松管制也无益于引进外资，甚至会引发资本外逃。所以金融部门必须同资本市场开放相适应进行配套改革，形成控制汇率和利率的风险机制，以改善银行资产质量。东南亚国际在资本市场开放过程中就曾普遍存在金融部门改革滞后的缺陷，尽管金融部门的数量在增加，但其自身改革并没有同资本市场开放步伐相一致，加之政府对金融机构的监管力度不够，其内部管理也存在许多问题，这也是造成当年货币金融危机的一个重要原因。

3．强化中央银行调控力度

中央银行宏观调控主要是通过对资本流动的管理、外汇监管和制订汇率政策这三项职能与国内货币政策的综合运用而进行，以维护资本市场秩序，实现经济内外均衡。强化中央银行调控力度是保证资本市场开放取得成功的重要条件，是防止市场失灵的重要保证，是为了最大程度地分散风险和化解开放资本市场后可能出现的经济风险。而加之适当的货币政策配合可以减轻大量资本流入对国内经济的冲击，稳定汇率。同时，构筑健全的金融制度和完善的监管措施则可以规范银行和证券业过度投机，减低经营风险。

4．暂不取消短期资本项目管制

很多发展中国家尽管开放了资本市场,但是没有完全放弃对资本流动进行各种暂时性的管制,尤其是对短期资本的限制和审慎要求带有普遍性。其主要措施之一就是资本流入,尤其是短期资本流入采取准备金制度进行数量限制。其实,就是在资本市场开放度很高的发达国家,至今也没有完全取消对短期资本项目的限制。因为一般来说长期资本项目稳定性较强,不会引起本国经济较大波动。而短期资本项目,尤其是放开对居民短期资本流动的管制则存在相当大的风险。因此,当前我国对短期资本项目仍应实行管制。

5. 逐步开放证券市场

在证券市场开放方面,可以先逐步扩大B股市场的规模,放宽B股市场的准入条件,扩大市场规模,提高境外投资者参与的深度,并创造条件,在币种、清算体系和托管制度等方面,逐步使沪、深两地B股市场统一,形成统一的B股市场,进一步完善市场机制。逐步放宽外国投资者进入国内证券市场准入条件,允许境外投资者有限制、有条件地参与国内A股市场,准予成立中外合作投资基金、中外合资证券公司,逐步扩大外资的经营范围和股份比例,允许外资证券机构对国内机构进行并购。待时机成熟,应努力实现A股和B股市场并轨,即A股市场向国际投资者开放,B股市场向境内投资者开放,使A股和B股市场合二为一,取消境外机构进入证券业的种种限制,准予对证券市场进行直接投资。最终目标是在人民币实现资本项目可自由兑换后,完全开放资本市场。

6. 进一步完善QFII (Qualified Foreign Institutional Investors 合格的机构投资者) 制度

2002年11月7日,中国证监会和中国人民银行联合发布了《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》,自12月1日起正式施行。引进QFII制度是我国对外开放战略在资本市场的重大举措。QFII的运作十分复杂,这就要求国内金融管理部门具有较强的统筹、协调和反应能力,如果缺乏这种能力,一方面达不到引入QFII制度的初衷,还会影响到QFII进入的连续性,加大市场的波动。而且,我们还必须避免引入QFII过程中的逆向选择问题。由于国内市场和国内投资机构的不规范,可能会导致那些以博取短期暴利为目的、进行高风险或不规范操作的机构投资者涌入,而资信度高、稳定性强的投资者却在场外徘徊,这必然有害于中国证券市场的健康发展。因此,我们必须对境外机构进入本地资本市场的资格条件做出明确规定,严格控制短期资本(尤其是国际游资)的进入,并设计动态的配额制度对特许机构的资金管理和投资范围等进行限制。而且,QFII只是一种过渡性的安排,不可能回避最基本的制度安排,它的动态发展需要与整个证券市场的改革和发展保持同步。因此,在实施QFII的过程中,必须充分考虑到中国资本市场的现状,持续推进资本市场制度建设,根据资本市场的建设和发展情况,选择适当的开放时间和开放程度,不断修正QFII的制度安排,适时放松资格条件、经营年限、投资范围、投资额度与行业限制等方面的限制,逐步放宽外资进入资本市场的深度和广度。

7. 完善公司治理机制,提高上市公司质量

上市公司是证券市场的基石,上市公司行为规范、效益良好,是推动证券市场国际化的

前提。当前,我们必须加快完善公司治理机制,提高上市公司质量。一方面,要解除对国有股、法人股上市流通的限制,改变国有股“虚位”现象,建立有效的法人治理机制;另一方面,要培育机构投资者,改变小股东在公司治理中完全的外在性,使股东在公司治理中扮演更加积极的角色。

8. 推动券商重组,提升国内券商实力

我国券商规模普遍偏小。全国 90 多家证券公司总资产只有 2000 亿左右,而海外同行一家券商的规模,就超过我国全部证券公司的资产总和。因此,应通过增资、兼并、重组等方式壮大券商实力。同时,鼓励国内证券公司在境外设立分支机构,加强中外券商的交流与合作,提高我国券商的国际竞争力。

参考文献

- [1] 范永俊,吴东华.中国资本市场国际化探讨[J].青海社会科学,2002,(6).
- [2] 高建良,王旭红.金融全球化与中国金融开放[J].湖南财经高等专科学校学报,2002,(8).
- [3] 王任生.加入 WTO 对中国资本市场开放提出新的要求[J].福建金融,2001,(3).
- [4] 叶伟春.论中国的资本账户开放[J].上海财经大学学报,2002,(12).
- [5] 余甫功.加入 WTO 与资本市场国际化初探[J].岭南学刊,2002,(4).
- [6] 赵锡军,陈启清.中国资本市场开放进程中的风险分析[J].中国机电工业,2002,(9).
- [7] 周汉民,邱一川.新世纪中国资本市场开放的前景[J].国际商务研究,2000,(6).

Capital Market Liberalization of China ——A Study on its Risks, Step and Strategies

Yin Feng

(College of International Business and Management,
Shanghai University, Shanghai, 201800, China)

Abstract: Chinese capital market liberalization will be an imperative trend. However, the process cannot be accomplished in an action. Chinese capital market should be opened step by step in a planned way because of the risk arising from the liberalization and our practical condition. Some strategies should be taken now to promote this process steadily.

Key words: capital market; liberalization; risk; step and strategies

收稿日期: 2003-12-09

作者简介: 殷凤(1974—),女,上海大学国际工商与管理学院讲师,经济学博士。

注释:

- 周汉民,邱一川:《新世纪中国资本市场开放的前景》,《国际商务研究》,2000年第6期。
- 高建良,王旭红:鲁丽梅,《金融全球化与中国金融开放》,《湖南财经高等专科学校学报》,2002年第8期。
- 范永俊,吴东华:《中国资本市场国际化探讨》,《青海社会科学》,2002年第6期。