

资本市场对外开放 与经济增长

王 军

摘要： 随着国际资本市场国际化浪潮的影响和中国加入 WTO，我国资本市场的开放已不可避免。资本市场作为配置中长期资本资源的场所，在一国经济发展过程中居于核心地位。资本市场的对外开放，必然会直接或间接地影响经济增长。因此，研究我国资本市场的对外开放及其对国内经济增长的影响，就具有十分重要的意义。当然这种影响既有积极的一面，也有消极的一面，这就要求我们必须稳健、渐进地推进我国资本市场的对外开放，发挥其对经济增长的促进作用，尽可能地减少其负面影响，使我国资本市场的开放与经济增长步入一个良性循环的互促发展的良好轨道。

关键词： 资本市场；资本市场对外开放；资本市场国际化；经济增长

中图分类号： F 830.9 **文献标识码：** A **文章编号：** 1006-1894(2002)03-0006-06

当前，随着经济全球化的不断深入，资本市场的国际化趋势也越来越明显。特别是随着中国加入 WTO，我国资本市场的开放更不可避免。因此，研究我国资本市场的对外开放及其对国内经济增长的影响，就具有十分重要的意义。

一、资本市场对外开放的含义

所谓资本市场的对外开放，从内涵上讲，是指一国的资本市场不仅对外国的证券经营和服务机构开放，而且还要对外国的融资者和投资者开放，也就是说，参与市场交易的各个主体，包括中介主体、融资主体、投资主体在内，都不再受国籍的限制，他们经营、买卖的证券可以超越国界，实现在国际间的自由流动。资本市场的对外开放在形式上是以证券为媒介的资金在国际间进行自由流动，而实质则是以证券形态为表现的资本跨国界的自由流动，即流通的形式是证券，被分配的实质却是资本。从外延上讲，资本市场的对外开放包括 3 个主要的方面：即资本市场中介主体的对外开放、融资主体的对外开放和投资主体的对外开放。

资本市场的对外开放，是建立在商品市场和货币市场对外开放基础上的，它是一国经济开放的最高形式，其最终的结果，是彻底实现资本市场的国际化或一体化。一般而言，人们并不严格地区分资本市场的对外开放与资本市场的国际化这两个概念，常常把它们视为一体。在这里，我们把资本市场的对外开放看成是资本市场国际化的必由之路或起步阶段，而

把资本市场国际化看成是资本市场对外开放的最终结果。所谓资本市场的国际化,是在一定的国际协定和组织形式为框架的条件下,中长期资本以证券的形式跨国界相互自由流动而达到无障碍的状态和过程,各国的资本市场得到高度的融合和流通,功能得到高度的完善;同时,各国对资本市场的监管政策也实现了高度的协调和一致,各国资本市场从总体上相互协调地向前发展。

二、资本市场对外开放的经济增长效应

资本市场作为配置中长期资本资源的场所,在一国经济发展过程中居于核心地位。资本市场的对外开放,也必然会对国内经济运行和经济发展产生重要影响。

在开放经济或向开放经济过渡的条件下,资本市场对经济增长的作用,不仅体现在它可以作用于国外需求进而引致经济增长,而且还体现在资本市场本身的对外开放,会直接或间接地影响经济增长,当然这种影响既有积极的一面,也有消极的一面。

从积极的方面看,这种增长效应主要体现在宏观和微观两个方面:

1. 宏观效应

(1) 资金效应。即资本市场的开放有利于我国吸引和利用外资。通过资本市场筹集外资,在继续吸收国际信贷、国际直接投资的同时,拓宽了我国利用外资的渠道,扩大了利用外资的规模,充分利用了间接融资的优势,而在一定程度上又避免了直接融资的局限性,为我国经济发展提供了不可或缺的运营资本,有利于弥补我国的资金缺口和外汇缺口,有助于扩大国内资本市场资金供给能力,发挥国际资本支持我国企业进行股份制改造的作用。据中信一大鹏联合研究课题组 2001 年研究,证券市场对外开放会形成大约相当于外商直接投资金额的证券投资资金流入,数额大约为 500 亿美元左右,考虑到资本市场流通市值的增长,估计每年外资净流入国内资本市场的资金规模大约占流通市值的 5~8%。其中,通过 B 股进入的资金规模大约为 300~400 亿元,证券服务业开放导致的资金流入大约为 400 亿元,融资体系开放会产生 2 000 亿元以上的流入,投资体系开放会产生 1 000~1 500 亿元的影响,即使考虑到证券投资资金的波动性,如以 1/3 计,开放的资本市场也会形成每年 170 亿美元左右的长期资本流入中国的实体经济中。巨额的外资输入必将对国内经济增长产生强有力的推动作用。

(2) 体制效应。即资本市场的开放有利于推进经济体制改革,促进开放性经济体制的最终形成。资本市场的开放、加入 WTO 等国际性经济组织,将促使中国经济日益融入日渐一体化的全球经济当中。这必然要求金融、财税、投资、产权等体制改革的向前推进和配合,一方面有利于专业银行的商业化、国际化,改革外汇政策和财务会计制度,加强中央银行的金融调控职能;另一方面,也有利于企业产权明晰化,促进企业经营机制的转变。总之,资本市场的开放将全面引进国际惯例,对我国的经济体制施以强大的外在压力,对开放性的经济体制的形成会起到重要的推动作用。

(3) 结构效应。即资本市场的开放有利于促使我国产业结构的调整。资本市场的开放,将进一步完善资本市场融通资金、提供流动性、进行监控和揭示信息的基本功能,藉此来发挥资本市场对资本资源进行配置的核心功能。

2. 微观效应

(1) 资本市场自身效应。即资本市场的开放将有助于资本市场的规范、完善与发展,进而促进经济的增长。这可以从以下几个方面得到反映:

第一,有利于繁荣资本市场。从绝对容量来看,可扩大资本市场规模;从相对容量来看,可提高资本市场流通市值占 GDP 的比率。同时,资本市场的开放还可拓宽资本市场的空间结构,由本土性市场演变成国际性市场;可以丰富市场中介结构、筹资者和投资者结构。资本市场范围和规模的扩大、结构的延伸,将更好地发挥资本市场对经济增长的推动作用。

第二,有利于资本市场的进一步规范发展。资本市场的开放将加快我国金融机构、金融业务、金融管理体制特别是证券业管理体制向国际规范化方向靠拢,要求证券行业按国际惯例制定统一的市场法规、交易规则、会计原则、监管条例、证券发行与交易规则等等,从而实现资本市场的规范化运作,提高资本资源的配置效率,促进经济增长。

第三,有利于资本市场效率的提高。从静态方面看,资本市场的开放,往往意味着对市场管制的放松和全方位的创新,提高了资本市场的结构效率、运行效率和配置效率;从动态方面看,开放的资本市场将提高交易市场提供者的动态效率、证券中介机构的动态效率和监管者的动态效率,它意味着资本市场自身不断创新能力和对外界适应变动能力的提高。归根结底,意味着资本市场综合竞争能力的提高。

第四,有利于提高资本市场的流动性。资本市场对外开放的直接后果之一是政府放松对资本流出流入的限制,提高资本市场的流动性,而流动性的提高又是推动经济增长的主要因素。国外学者的实证研究表明,资本市场开放与资本市场的流动性正相关。而且,资本市场流动性越强的国家,经济增长往往也是越快的国家;资本市场流动性越强的时期,经济增长速度往往也是越快的时期,即资本市场流动性与经济增长也呈正相关。

第五,有利于分散资本市场的风险。如前所述,资本市场开放将导致资本市场规模的扩大和结构的延伸,规模扩大会增强资本市场抵御风险的能力,结构的延伸即多样化会吸引资金实力雄厚的外国机构投资者介入,即有利于培育成熟的投资理念,也有利于保持市场的稳定,减少市场大起大落的风险。

第六,有利于缓和资本市场受本国经济周期的困扰。一般而言,一国的资本市场特别是股票市场是国民经济的晴雨表,股价波动与经济周期之间呈正相关关系。在封闭经济条件下,资本市场受经济周期波动的困扰无法得到缓解;而在开放经济条件下,当一国资本市场受到本国经济萧条影响而呈现低迷时,则可从国外市场的高涨中得到一定程度的抵消和平衡。

(2) 中介效应。即资本市场的开放有利于培育证券中介主体——证券经营服务机构的国际竞争能力。我国的证券公司相对于国外的证券经营机构,规模小、资本短缺,而且还缺乏稳定的融资渠道,难以发挥规模优势,严重制约了我国券商的资本扩张能力、业务扩张及创新能力、资本运营能力和对环境的适应能力。资本市场的开放将有利于证券公司之间以兼并收购的方式来扩大其资产规模,拓展其业务范围,提高其市场占有率,加强其竞争优势,最终通过提高我国证券经营机构的国际竞争能力来促进经济增长。

(3) 融资效应。即资本市场的开放有利于融资规模的扩大、融资效率的提高和融资主体竞争能力的增强。

第一,资本市场开放导致资本市场规模的扩大,这又必将会相应地扩大融资的规模。

第二,资本市场开放有助于融资效率的提高,这体现在:扩大资本市场信息传播范围,加快信息的传播速度;使融资者突破国界的限制,提高融资的方便度;提高资金结算速度,为融

资者提供资金清算、支付的便利和强大的信息处理能力。

第三,资本市场开放有助于企业走向国际市场,提高国际竞争力。通过在国际市场上筹资,提高企业知名度,树立企业的良好形象;通过筹集资金,扩大业务规模和经营领域;通过适应、遵循国际惯例,促进企业改善经营管理,建立规范的内部管理体制和经营机制;通过在国际市场进行兼并收购,促进产业结构的调整;通过改善和强化公司的法人治理结构,规范上市公司行为,提升上市公司的质量,最终达到提高国际竞争力的目的。

(4) 投资效应。即资本市场的开放有利于投资主体树立正确、理性的投资观念,改善投资主体结构,提高投资效率。

通过资本市场的开放,逐渐改变国内投资者“重投机,轻投资”的理念,提高市场投资者的素质,在活跃市场的同时,还要起到稳定市场的作用;通过资本市场的开放,大力发展理性的、长线的、具有规模效应的机构投资者,完善投资主体结构;通过资本市场的开放,丰富投资品种、交易方式和避险工具,倡导理性投资、集合投资和组合投资,分散投资风险,提高投资主体的宏观投资效率和微观投资效率。

三、资本市场对外开放的负效应

资本市场对外开放固然会对经济增长产生积极的效应,但我们也必须充分认识到,资本市场的开放是一个充满风险的过程,其负面效应也伴随着积极效应渐渐地显现出来。同样,我们可以从宏观和微观两个方面对资本市场开放所面临的风险及其对我国经济增长可能带来的负效应进行分析。

1. 宏观负效应

(1) 有可能加剧经济运行的波动性。首先,国际游资的大量涌入,由于其短期性、流动性、盲目性、分散性、隐蔽性、投机性的特征,会给一国的资本市场乃至整个经济体系带来不稳定的因素和潜伏性的危机;其次,一体化的资本市场会将他国资本市场的波动和危机传递进来,使市场中的资产价格背离基础因素决定的基本价格而膨胀或收缩,形成“泡沫经济”;再有,一体化的资本市场还有可能将别国的金融危机乃至经济、政治危机传递进来,使一国经济深受国际经济周期性波动的影响,经济运行的不稳定性大大增强。

(2) 有可能引发金融危机。纵观 20 世纪 90 年代以来频频发生的金融危机,大致是由 3 个方面的原因引起的:泡沫经济、外汇波动和金融衍生工具投资。而这 3 种金融风险无一例外都与近年来日益活跃的资本市场的对外开放密不可分。虽然不能全部据此加以解释,但至少部分地可以说明和印证。首先,资本市场对外开放的步伐太快或者开放过程中的政策、步骤安排不当,以及全球化的资本市场流动性相对不足等都会导致一国出现“泡沫经济”;其次,开放的资本市场会对汇率的波动产生推波助澜的作用,汇率的波动进而又会对资本市场产生一定的冲击,再结合一国国内经济运行及经济政策的问题,往往汇率的波动成为一国金融危机的先兆和导火索;再次,资本市场的开放所导致的以金融衍生工具为代表的金融工具创新,会引发诸如市场风险、信用风险、流动性风险、操作性风险、结算风险和法律风险等,也容易引发全面的金融风险。当然,关于资本市场开放与金融危机之间的关系十分复杂,并不能简单地把危机全部归咎于资本市场的开放,但其风险确实与资本市场的开放息息相关。

(3) 有可能削弱国家经济决策权和宏观调控权。资本市场开放所导致的资本市场活动

的增多,区域性、全球性经济组织的影响扩大会使得一国政府的部分经济决策权,如财政、税收,发生转移甚至丧失。同时,资本市场的全球化提高了不同货币资产之间的相互替代性,弱化了国内货币政策的自主性和有效性,使中央银行及证券监管部门对金融市场的调控、干预和监管能力降低,甚至部分丧失,这是对国家经济主权的一种侵蚀。

2. 微观负效应

(1) 有可能导致国内资本市场不稳定。在国际资本市场上的巨额游资,会直接冲击国内的资本市场,破坏供求平衡而引发风险。受制于国内市场经济体制的建立尚不完善,证券监管部门面临这样复杂的冲击,也没有足够的控制和监管能力,国内资本市场将会随着国际游资的进出而产生激烈的波动。

(2) 有可能影响我国证券经营机构的发展。受制于发展阶段,我国证券中介普遍规模较小,驾驭开放的资本市场的技巧、方法、经营理念、对风险的承受能力都处于不利的竞争地位,很容易在激烈的市场竞争中败下阵来。

(3) 有可能削弱我国企业控制权和经营自主权的掌握。目前国内上市公司的股本规模都较小,绝大多数公司的股本规模在 2~4 亿元人民币之间,也就相当于 2 500~5 000 万美元。资本市场的开放使巨额外资很容易通过二级市场的收购或通过大宗股权转让方式成为上市公司的控制股东,从而控制大批上市公司。尽管会有一些限制性的规定,但势必会影响到我国企业控制权和经营权的稳定,进而对国内经济产生不利影响。

(4) 有可能改变投资者在市场竞争中的地位。资本市场的开放会使原有的国内投资者受制于实力、技巧、投资理念及抗风险能力,而无法与国际投资者相抗衡。特别是对于国内发育不良的机构投资者而言,这种悬殊的实力对比和残酷的竞争态势就更为明显。

四、小结

从上面的分析我们可以看出,资本市场的对外开放既会对国内经济发展产生积极的效应,也会在一定程度上产生消极的影响,带来负效应,其最终的结果取决于这种积极效应和负效应的对比情况,而这种对比又取决于国内经济体系中的一些内在因素。换言之,资本市场开放对经济增长所产生的效应,无论是积极的一面还是消极的一面,都是有条件的,不是必然会发生的,特别是那些积极效应的产生更是如此。从宏观角度看,这些条件包括国内经济的发展阶段、经济体制的改革、对外开放的进程、资本市场的发育程度、运行机制、监管体

参考文献:

- [1] 笑梦,《关于我国证券市场对外开放的思考》[N],《证券时报》,2001 年 6 月 28 日。
- [2] 中信—大鹏联合研究课题组,《证券市场对外开放及其监管研究》[N],《证券时报》,2001 年 9 月 11 日。
- [3] 王世斌,《加入 WTO 对我国证券市场的影响及对策》[J],《理论界》,2000 年第 1 期。
- [4] 梁新华,《中国证券市场发展的国际化选择》[J],《上海社会科学院学术季刊》,2000 年第 2 期。
- [5] 王秀珍,《国际金融自由化与中国资本市场的发展取向》[J],《集美大学学报(哲学社会科学版)》,2000 年第 3 卷第 1 期。
- [6] 吴鑫著,《资本市场国际化》[M],山东人民出版社,济南,1998 年 9 月。
- [7] 郭茂佳著,《股票市场效率论》[M],经济科学出版社,北京,1999 年 9 月。
- [8] 许崇正著,《中国资本形成与资本市场发展论——未来时代中财富的积聚与获得》[M],经济科学出版社,北京,1999 年 11 月。
- [9] 厉无畏、王貽志、潘正彦、王虎著,《中国资本市场:机遇、问题与发展》[M],上海社会科学院出版社,上海,1999 年 10 月。
- [10] [美]D. 格林沃尔德主编,《现代经济辞典》[M],商务印书馆,北京,1981 年。