

●顾 铭 德

论中国证券市场的区域性特征

中国证券市场发育成长具有明显的区域性差异特征。这种差异由中国地区经济发展不平衡和地区经济相对独立的运行机制所决定，它表现在各地区证券市场的品种结构、发育阶段、互相关联度等多方面，随着市场经济的发展，区域性证券市场必然朝全国一体化市场方向演进。

一、区域证券市场的形成

商品经济发达的国家和地区，证券市场的发育相继进入一体化或国际化阶段。各种有价证券和货币资金在地区之间、国与国之间大规模地双向流动。这些国家和地区的证券价格特别是股价指数的波动幅度尽管有差别，但总体趋势呈现出同涨共跌的特性。1929年西方股市的大崩溃和1987年10月“黑色星期一”的大震荡，其涉及面都包括西方主要的工业国家和地区。这种一体化或国际化的证券市场与发达国家和地区商品经济发展阶段的国际化程度是相称的。

在我国，由于商品经济还属初级阶段，证券市场成长发育必然打上初级阶段的烙印。其重要特征在于证券市场起步阶段的区域差异或区域非平衡性。这种差异有如下表现：其一，城市和乡村经济证券化程度的差别。我国目前证券市场主要集中在少数大城市，广大乡村和小城镇还缺乏有效的证券市场。我国股票、债券的购买者主要是城市中的居民。绝大多数农民的金融资产还没有涉及各类有价证券。在农村，融资手段仍然局限在银行的信贷资金和民间的资金市场。

其二，城市之间证券市场结构差别。到目前为止，我国只有深圳、上海两地具有相对规范的股票市场，沈阳、福建、广东、海南等地区，只有少量不上市的内部“股票”，其余大中城市的证券市场还是单一的债券市场。并且其债券价格、债券品种、债券数量等并没有形成一体化的格局，都具有明显的地区差异。其三，股票市场在深圳和上海两地发展也存在不平衡性和地区差异性。两地股票市场的起点期、政策法规、发育阶段、价格波动、股民结构等都各有特色，其关联度比较低。

区域性证券市场的成因，首先是我国各地区生产力发展水平的不平衡性。从各国证券市场产生、发展过程来看，证券市场是社会化大生产即生产力水平发展到一定阶段的产物。在小商品经济或生产社会化程度较低的经济条件下，各经济主体的经营规模较小，其经营所需资金可以从民间资金市场或银行间接信用渠道得到解决。因此，低层次生产力水平发行有价证券筹资的内在动力不足，证券市场难以拓展。随着生产社会化的逐步发展，各经济主体的经营规模迅速扩大，民间资金市场和银行间接信用的筹资手段已显不足，于是，社会产生了发展证券市场的生产力基础条件。联系我国各地区生产力发展的现状，东、中、西部梯度经济格局和区域经济中的工业区位经济^①是主导特征。这种特征显示我国东部沿海地区及少数工业区位经济，已经具备发展证券市场的生产力基础条件，而中、西部的大部分地区及

广大乡村、非工业区位经济还缺乏充足的基础条件。生产力基础条件的不平衡，促成了我国证券市场发育成长的区域性特征，它使证券市场在我国东部沿海中心城市率先破土而出，然后向中、西部工业区位经济逐步拓展，而广大乡村及非工业区位经济的金融体制，在相当长时期内，还将以传统的民间资金市场和小规模的银行间接信用方式为主。

其次是各地区的改革开放，特别是股份制改革步伐不一致。1984年以来，我国城市改革加快进度，股份制企业率先在上海、深圳等地试行。股份公司的大规模试点促进了上海、深圳股票市场的诞生与发展。然而，受中央政策的限制，其它大中城市虽然也试行了少量的有限公司，但不是公开向社会发行股票或股票能上市的股份有限公司。这种政策偏斜引致了股份制改革不同步，导致证券市场在各大城市之间发展不平衡。一些具备发行股票生产力基础条件的大中城市，迟迟不能开辟股票市场，少数受政策优惠的试点城市，虽然能够率先发展股票市场，但向周围地区扩散、辐射方向却受到政策限制，这样，其股票市场的经济功能和辐射力一般局限在某一区域。

再次是各地区经济利益的相对独立性和目前的资金切块管理体制。改革以来，我国各地区与中央政府在财政方面的统收统支“大锅饭”体制已被打破。各地区上交中央财政采取基数包干、比例分成等一系列分灶吃饭的新措施。这些新措施强化了地区的经济利益，使地区经济收益与其经济增长速度紧密关联。为了促使本地经济快速增长，各地区政府对本地资源、产品市场，特别是资本市场采取了一系列保护和偏向性的政策。这些政策使资金在各地的流动受到限制，促使各地的金融市场尤其是证券市场区域化。此外，我国资金管理的切块体制制约了证券市场全国一体化的进程。目前，各地区使用的财政拨款和银行信贷资金，基本上按照年

度计划，分地区切块使用。当财政拨款和信贷计划已定时，各地区年内能够使用的资金总量便大体规定。在这种体制下，各地方对发展本地区证券市场持积极态度，寄希望在证券市场上能够筹集本地的闲散资金或外地流入的计划外的资金。同时，各地区为了保证本地经济建设对资金的需求量，对外地证券的流入和本地区资金购买外地证券的行为进行各种限制。这种限制使各证券品种的流通局限在本地区，债券和股票异地发行和上市受到异地地区银行和政府的阻挠。总之，我国各地区证券市场运行的关联度处在低层次水平，区域之间证券流通不畅，证券市场发育阶段参差不齐，呈现明显的区域性特征。

二、区域证券市场的运行态势

世界各国和地区证券市场发展资料显示，证券市场成长发育初期，都经历相应的区域性市场的过程。区域性证券市场有其特定的相对独立的地理边界，它主要是本地商品经济发展和资金需求的产物。在发行市场上，参与证券集资的主体是本地企业或当地政府，外部地区的证券不是受地理环境的影响，就是受当地政策法规的制约，难以大规模涌入。与此相应，二级市场的参与者也以本地居民和企事业单位为主体，外地资金的流入占极少部分，并受到外地政府及主管部门的严格控制。从我国情况看，区域证券市场的规模及品种结构与区域商品经济的发达状况紧密相关，区域证券市场吸引外地资金的规模取决于区域经济的对外开放程度；区域证券市场的法规、政策取决于区域商品经济运行特征。这种状况使各区域证券市场呈现出极大的差别性，其差别主要体现在如下几个方面：

(1) 我国各区域证券市场的品种结构及市场规模呈现极大的差异性。世界各国证券市场起步时，有的起因于债券市场，如美

国18世纪末期因独立战争刺激起国债市场，也有的起因于股票市场，如英国十七世纪海外东印度股份公司兴起后出现的股票市场。这种单一型品种的证券市场经过相当时间的演进，逐渐向混合型即债券与股票混合的市场靠拢。这是当今世界发达国家、地区证券市场品种结构发展的一般过程。与上述不同，我国各区域证券市场的起点都是1981年后的国债发行市场。随后，各区域证券市场的演进方式各有所异，呈现出互有特色的市场模式。即深圳的股票市场；上海的股票和债券混合型市场；沈阳等地的债券市场。至1992年6月份，深圳证交所上市A、B股票共26个品种，债券只有盐田一个品种，且成交量极少。同期，上海交易所上市品种共57个，债券40个，股票17个。而沈阳、厦门、海南等地虽然发行了少量股票，但没有形成股票交易市场。所以说，除上海、深圳外的区域证券市场只是债券型的市场。从市场规模看，我国最大的区域股票市场在深圳。至1992年6月份，深圳上市股票面值20亿元，市值达450亿元左右。同期上海上市股票面值只有10亿元，市值只有200亿元左右。从债券市场规模看，最大的债券市场在沈阳，仅以1988年为例沈阳债券市场要占全国债券市场的15.2%。而上市品种最多的证券市场在上海。

(2) 各区域证券市场的政策法规不一致。我们以股票市场的基础法规股份有限公司的管理条例为例，1992年上半年，为进一步规范股市运行，深圳、上海和国家体改委相继颁发了《深圳市股份有限公司暂行规定》，《上海市股份有限公司暂行规定》和《股份有限公司规范意见》。三项条例几乎同时颁布，但内容都有明显差异。这些不同之处与深圳、上海经济状况的差异及国家总体状况的不同紧密相联，比如，深圳专门设置“国有企业、中外企业”股份公司改组章节，而上海和国家体改委没有专门设置，这

是因为深圳外商企业多，专门设置条例的必要性比上海等地突出。在交易市场方面，上海与深圳不仅有政策、条例方面的差异，而且还有截然相反的规定。比如，深圳证券市场允许企事业单位法人上市购买各类证券，包括上市的个人股股票。而上海直到如今，禁止各类企事业单位法人上市购买个人股股票。而在法人股、国有股能否上市的问题上，上海于1992年5月份起允许部分法人股、国有股上市交易，并把法人股、国有股作为调控股市的重要手段。与此不同，深圳至今不允许法人股、国有股上市。深圳、上海及全国其它地方的证券市场在政策法规方面的不同由各地证券市场供求状况的差异所决定。比如，深圳之所以在1991年6月份起允许企事业单位法人单位上市购买个人股股票，是因为当时深圳股市处在低潮，股市买方力量不足，需要借助企事业单位的经济实力活跃市场，促进股市的进一步发展。然而，上海股票长期以来一直供不应求，上市个人股股票相对于上海居民的投资需求明显不足，所以，上海不仅禁止企事业单位上市购买个人股股票，而且允许法人股、国有股上市交易，转变为个人股，以缓解供求矛盾。

(3) 区域证券市场价格波动的关联度较低。证券价格有债券价格和股票价格。一般讲，债券价格由利率预先规定，它不受地区限制，同一品种的债券，在不同地区的价格应当同一。但在我国，各区域资金环境的宽松度不同，债券的流动、兑换条件不一，因此，债券在不同地区的价格也会不一样。比如，1988年国家在少数大中城市开辟了国库券的交易市场，少数有交易网点的大中城市，国库券价格趋向上升，其交易价格逐渐超过面值，包含了利率因素。但在广大农村和小城镇由于缺乏相应的兑现条件和交易市场，国库券交易价格往往低于面值。特别在春耕农忙之季，广大农民为了解决资金需要，会以极低的价格把国库券卖给专门从

事国库券买卖的个体经营者。这样，在区域交易市场发展不平衡的条件下，国库券的价格呈现出梯形状态。交易市场愈发达的地区，国库券价格愈合理，缺乏交易市场或交易市场不发达的地区，国库券价格依次降低。

一般普通股股票没有固定的收益，股票价格由企业效益、供求关系、政治环境等多种因素决定。在区域经济状况呈现多种差异的情况下，各区域证券市场股票价格波动趋势的差异就更突出。从上海、深圳两地股价波动的实例看，两地股价很少有相近幅度的同上涨共下跌时期。大多数场合，两地股价各归各地波动，有时甚至出现相反趋势，比如，1991年春夏之季，深圳股市熊气弥漫，股价指数节节下挫。7～8月，深圳股市放开股价涨跌限幅，仍不能阻挡股价下跌趋势。股价指数以1991年4月3日为100点计，到了9月份已跌进了50点以下。就在同时，上海股市牛气冲天，股民连夜排队购买兴业房地产等股票，推动了老股票价格的上涨。上海证券主管部门为了抑制狂涨的股价，一度曾采取过0.5%的涨跌停限幅措施。即使如此，上海股价在1991年夏季仍然持续上涨。1992年5月份以后，上海股价与深圳一样，也放弃了股价涨跌限幅的行政管制，加强了市场调价的力度。但由于两地股市供求关系和其它因素的不同，放开后的股价波动同样缺乏关联性。深圳股价波动的特点是“齐步走”，盘子大小不一，绩优和绩差不同股票价格往往要上一起上，要跌一起跌。而上海各品种的股价因盘子大小、绩优状况差异呈现出参差不齐的波动状况。以深圳、上海1992年7月6日～7月10日一周的股价涨跌状况为例，上海股票价格在此周内，上升幅度最高的申华股票达31.95%，下降幅度最多的嘉丰股票为16%。与此不同，深圳股票品种的落差幅度极小，同涨同跌是深圳股票此时期波动的特征。由此可见，我国证券市

场发育远远没有达到象发达国家那样的一体化程度，各地区证券市场在品种结构、市场规模、政策法规、价格波动等方面具有明显的地区性或区域性。

三、区域证券市场要向全国统 一证券市场演进

区域性证券市场使区域内社会闲散资金有了充分利用的场所。这种利用相比传统金融体制是明显的进步。但是，这种利用又有局限性，它使外部区域的闲散资金难以流入本区域，又使本地的多余资金难以流向投资回报率更高的地区。尽管地区之间资金流动可以通过银行之间资金拆借市场来进行，但这种资金一般不涉及居民之间和企业之间的剩余资金。随着商品经济的进一步发展，各区域之间经济交流更加密切，社会愈来愈需要资金大规模的横向流动，以促进地区之间经济竞争和共同发展。居民和企业剩余资金也需要寻找有利的投资场所。这一切都要求证券市场从区域性向全国一体化方向演进。

从区域性证券市场向全国一体化证券市场演进进程中，有一个各区域证券市场加强关联度的中间环节。这几年，我国各区域证券市场尽管还没有一体化，但其关联度在不断加强。其形式主要有居民个人和机构之间的横向交往。

首先，民间投资证券资金的自发流动。在区域性证券市场格局下，居民投资资金大规模或以异地证券市场为主要投资场所的条件尚不具备。然而，这不妨碍少数居民可以利用资金雄厚、工作流动、亲朋好友在异地等条件进行异地证券投资。这种自发性异地证券投资加强了各地区证券市场的关联性，有时甚至会影响异地证券市场的发育过程。比如，1990年夏季深圳股民对上海股市的大串连。在此之前，沪、深两地股市各归各发展，两地股价、供求关系完全由本地居民购买力和本地股票数量来决定。1991年6月

份，深圳股市率先进入狂势阶段，股价节节上涨。相比之下，上海股市冷冷清清，股价仍然在面值徘徊。于是，一批批深圳股民携带大批资金涌入上海，纷纷抢购上海股票。

由于大批股票移入深圳炒客，上海股市购买力大幅提高，股价徘徊于面值的疲软状态从此结束。很显然深圳股民这次大串连，唤醒了不少上海人的股票投资意识，促进了上海股市的成长发育，加强了深圳与上海股市的关联度。

其次，股票、债券异地上市和外地证券投资机构进入上海、深圳证券交易所的方式。这种方式代表着大批外地资金和债券、股票有组织地进入上海、深圳两地，并互相交流。这种交流加强了上海、深圳证券市场与外地证券市场的关联，改变了上海、深圳两地证券由两地居民和企业封闭式购买的状态，使各地区证券市场的关联不仅局限在自发的个人之间，而且上升到法人单位之间。为加强各地证券市场关联度的又一有效方式是，地区证券市场在异地开设买卖“窗口”。这种“窗口”使当地居民能够在本地区直接购买到异地的股票或债券。它最初起源于上海万国证券公司黄浦业务部开设的买卖深圳股票的“窗口”。当时，深圳股市步入惨跌阶段，股票市场无人问津，与此形成鲜明对照的是上海股票供不应求，在涨停限幅控制下，一般居民根本无法买到股票。于是，上海万国证券公司黄浦业务部开设了买卖深圳股票的“窗口”。这个“窗口”适应了上海越来越多居民要求成为股东的要求，又支援了深圳股市的买方市场，对深圳股市

走出低谷发挥了有利作用。目前，此类“窗口”在杭州、武汉、南京等地逐渐增多，它显示着我国区域证券市场的关联度正在加强。

然而，我国区域证券市场关联度的加强对于证券市场一体化的目标来讲，还有相当差距。在证券市场全国一体化的情况下，各地区证券市场规模要与本地区经济发展状况相适应；资金和各类有价证券在各地区要根据供求关系通畅流动。其流向取决于本地区股票、债券的收益率，也就是取决于本地区经济的竞争力和吸引力。这种统一型的证券市场既可促进各地区经济的互相竞争，又有利于各地区经济的互相支持，形成全国商品经济的一体化市场。可见，证券市场从区域型向全国一体化甚至国际化的发展进程，也就是证券市场从低层次向高层次的演进过程。从我国目前各区域生产力发展水平差异和区域经济利益相对独立性的现状看，我国实现证券市场全国一体化还需要相应的时间和过程。当然，这不妨碍我们采取有关措施，加快统一市场形成步伐。比如，逐渐规范全国各地证券市场的法规和条例，使各地区各自为政的法规、条例统一化；逐步取消证券市场的区域倾斜政策，使上海、深圳以外的大城市也能根据实际情况逐步发展股份经济和股票市场；逐步健全全国证券市场的联网系统，使市场信息、证券价格、结算方式从地区化向全国一体化方向演进。

①见雍文远主编《双重运行机制》专著291页。

《三式记帐法的结构和原理》获奖

我校会计学系名誉主任、博士生导师娄尔行教授译著的《三式记帐法的结构和原理》一书（立信会计图书用品社出版），最近荣获全国高校出版社学术专著优秀奖。（朱）