

市场开放条件下中国投资基金发展研究

李建国

20 世纪末中美就加入 WTO 谈判的成功, 标志着我国加入 WTO 已为时不远, 同时也意味着中国市场全面开放的时代即将来临。新的世纪中, 中国经济将是一种更为透明化、开放化、市场化的经济形式, 这将为中国经济的腾飞奠定稳定的基础。但从短期内看, 加入 WTO 必然会对中国诸如金融业等幼稚产业产生冲击, 而投资基金作为金融业发展的一个领域, 同样是在政府的护翼下处于发展的起步阶段, 一旦面临开放的市场, 未来状况将会如何呢? 探讨开放市场条件下投资基金发展的环境, 研究开放市场给投资基金带来的机遇和挑战, 对新世纪我国基金业的成熟壮大意义重大。

一、我国投资基金的发展现状

投资基金自产生至今已有 100 多年的历史, 在发达市场经济国家, 它已成为与银行、保险并驾齐驱的三大金融产业之一, 但在我国的产生发展只是近十年的事情, 处于幼稚发展时期。我国投资基金上的发展大致分为萌芽、产生发展、调整中求发展和规范发展等四个阶段。

(1) 萌芽阶段(1987—1990 年)。我国的投资基金是先从国外金融市场发行国家基金开始的。最早的投资基金是 1987 年中国银行和中国国际信托投资公司与国外的一些机构合作推出的面向海外投资者的投资基金。值得一提的是, 海外中国基金的引入对中国投资基金业的起步、发展产生了重大影响, 1989 年 5 月香港新鸿基信托管理有限公司推出了第一支中国概念基金——新鸿基中华基金, 之后一批海外中国投资基金纷纷设立, 给中国的同行起到了刺激和示范作用, 一定程度上促进了中国投资基金的发展。

(2) 产生发展阶段(1991-1993 年)。1991 年是中国投资基金业真正起步的一年, 1992 年得到了迅猛发展, 其中大部分是由地方银行和地方政府批准设立的。1992 年 11 月, 由中国农村发展信托投资公司等 5 家金融机构共同发起, 由中国人民银行总行批准的第一家规范化的公司型封闭式投资基金——淄博基金成立, 标志着我国新兴的投资基金事业开始得到国家重视。截止 1993 年 7 月, 据中国人民银行统计, 在中国人民银行总行正式备案的国内基金共有 45 家。

(3) 调整中求发展阶段(1994—1997 年)。1993 年, 各地掀

起了投资基金热潮, 但由于许多基金仓促出台, 缺乏规范, 为此, 中国人民银行放慢了基金发展速度, 把力量放在了加强对现有基金的规范上, 投资基金的立法提上了议事日程, 这一阶段的基金投向比较分散, 不少资金投资于房地产业难以变现, 资产流动性较差, 较大地损害了投资人利益。

(4) 规范发展阶段(1997 年末以来)。1997 年 11 月 14 日: 国务院证券委员会发布了《证券投资基金管理暂行办法》, 该办法具有里程碑意义, 标志着我国的投资基金业进入了新的发展阶段, 基金业各自为政的时代从此结束, 在“法制、监管、自律、规范”八字方针指引下, 我国基金业进入了规范发展阶段。从 1998 年 3 月基金开元、金泰正式招募成立, 1999 年底, 已经发行了 23 家证券投资基金, 总份额超过 507 亿元。占沪深两个交易所上市品种流通市值的 6%~7% 左右。

尽管我国投资基金经过十多年的发展, 特别是 1997 年以来有了质的飞跃, 但综合来看, 我国基金资产总值仅有四种基本形式(即股票型基金、债券型基金、混合型基金和货币市场基金), 而在基金业务发达的美国, 投资目标有 33 种类型, 基金数量有 8000 种, 经营基金的公司有几百家, 这都是我国幼稚的基金事业无法比拟的。我国投资基金业无论是发展规模、基金品种、管理手段, 还是在投资者的参与程度方面都与发达国家有较大差距。具体表现为: 品种少、规模小、组织形式单一, 基本为封闭型基金; 从基金投向上看, 主要是证券投资基金, 产业投资基金和风险投资基金尚未正式启动; 在基金的运作方面, 包括从设计、审批、评估、经营、交易、信息披露等环节都存在不少问题; 监管体系方面, 不仅缺乏完善的投资基金监管法规, 而且还缺乏一套完善和多层次的管理体系, 由于监管不力而导致的违规事件时有发生; 而且, 我国基金享有政府的优惠政策(如新股配售等), 有时还肩负某些政府任务(如稳定股市等)。

二、“入世”对投资基金发展带来的机遇和挑战

根据 WTO 金融服务协议要求, 成员国应不断扩大金融服务业的市场准入范围, 包括银行业、保险业、证券业、基金管理、证券投资信托业、证券投资咨询业等。如果缔约国认为本国金融产业属于幼稚产业, 允许存在一定阶段的保护期。根据中美达成的协议, “入世”后 2 年外资银行可为中国企业办人民币业

务,“入世”后5年全面开放;外国金融公司允许在基金管理企业中持股33%,3年后增至49%,外国股票包销商可在合资承销公司中占33%股份。

由于我国是发展中国家,金融业目前还无法与发达国家竞争,一旦加入WTO,可以享受一定的特殊待遇和保护性条款,银行、证券和保险市场将逐步对外开放,特别是证券市场方面,尚未作出开放的时间安排,从实际情况出发,我国并不会马上开放这方面对外资的限制,但长远看来,外国资本的介入仍将不可避免。而且,目前WTO内部规则在不断强化,成员国的对等开放压力和从我国自身经济发展的需要,我国金融市场开放的速率可能会出现加快势头。“入世”对我国金融业的影响(主要是冲击)会随着开放步伐逐步显现,在未来3~5年后表现会更充分。与银行业、证券业、保险业影响明显不同的是,加入世贸组织对投资基金的影响将是最直接的,因为一旦“入世”,就意味着外资参与投资基金管理,意味着成立中外合作基金,成为我国证券市场与外国资本正式接触的开端,对我国基金业而言是既有机遇又有挑战。

当前我国基金业面临的一个重要问题是如何迅速扩大市场,外资加入中国基金管理,无疑有利于我国基金业整体市场规模进一步扩大,使该行业的蛋糕做大,尽早摆脱规模过小的幼稚发展阶段。首先,将会加快我国基金业的规范发展进程。熟知美国基金业发展历程的人都知道,美国对基金业完善的监管体系在基金业的繁荣中功不可没,可以说没有此就没有彼。中国基金业无论在法律规范、政府监管,还是在内部运作控制和人才培养等方面都需要进一步的完善。外资进入必将促使政府加快立法进程,规范监管机构,也将使基金管理公司的内部管理更加规范。其次,将有利于基金运作以基金持有人利益最大化为目标的实现。在外资加盟的基金管理公司中,政府对公司的非正常影响行为将会减少,大股东对公司经营管理的干涉也将减少,有利于公司在行政、人事、财务上的独立运作,从而做到真正独立的投资管理。第三,外资进入会给我国基金业带来先进的管理经验、成熟的投资理念、严格的内部控制制度和比较完善的人才培养方法,使我国基金管理的整体水平得以提升,增强基金对投资者的吸引力。第四,外资进入,加剧了业内竞争,将有利于打破基金业中政府发牌、垄断经营的局面,促使我国基金业尽早按照市场规则进行运作。

当然,毋庸置疑的是,外资加入我国投资基金事业的目的是为了我国的国企改革和企业优化资本结构而大的,也不在于要扩大我国基金市场的规模,帮助我国基金管理公司提升管理水平,促进我国基金事业的繁荣。资本的趋利性特征决定了它们想从比较看好的中国经济高速发展中获得好处,它们进入我国基金业的首要目标在于占领市场份额,为其在华谋取长期稳定和满意的投资回报服务。如果我们不拿出相应的对策,这对我国处于幼稚阶段的基金业将十分不利。首先,弱肉强食的规律可能会经常上演。我国目前的中资基金基本上都是在政府的温室中发展的,好像没有长大的孩子,对开放市场的游戏规则并不熟悉,在与合资基金管理公司的竞争中大部分将会处于劣势。其次,合资公司凭借其成熟的经营理念和经验,以及丰富

的基金投资品种和创新手段,将会吸引更多的投资者加入,致使合资基金的市场份额迅速扩大,中资投资基金的市场份额逐步萎缩,导致我国经济增长的好处被外资攫取过多,特别是在3年后外资增持股份达到49%时的情况更将如此。

三、抓住机遇,迎接挑战,以开放推进发展

既然“入世”对我国投资基金业的影响是既有机遇又有挑战,那么我们的首要任务就是要充分抓住机遇,制定迎接挑战的对策,以开放推进发展。但鉴于我国投资基金业发展中存在的问题较多,要使其在短期内从初级阶段过渡到高级阶段必将十分困难。笔者认为,未来3~5年内的基金发展战略应是在政府的积极推动下,通过制定短期目标、中期目标和长期目标来化被动为主动,其中短期主要是指在正式加入世贸组织前的这段时期,中期是指在“入世”后三年内这段时期,长期则是指三年以后五年以内的这一时期。由于“入世”对我国投资基金业的最大挑战在于国外势力与我国基金抢占市场份额,因此,上述三个时期的目标都应围绕着提高我国投资基金整体上的竞争力而努力,这是我国投资基金进入大发展时代的保证。

1. 短期的目标和任务。短期目标在于促使基金尽可能地走出政府的温室,逐步按市场规则来运作。据专家估计,我国距离正式加入WTO的时间还有半年,回此短期内的任务显得尤为紧迫。这段时期的任务应着重放在四个方面:一是加快《投资基金法》和《中外合作投资基金暂行办法》的出台。《投资基金法》必须坚持借鉴国际基金立法的经验或惯例,以适应加入WTO后基金面临的挑战,并充分考虑到我国的具体国情,使之具有可操作性;二是推动基金的市场化运作。在基金管理中引进更多的竞争机制,特别是在人才战略方面,形成市场化的人才培养、选拔、淘汰机制,选拔真正懂得市场机制运作规律的人才,包括引进国外有经验的基金管理人才或聘请海外基金管理公司或投资机构作顾问,学习国外的基金管理经验,从一定程度上改变我国基金管理人大部分由上级或股东单位下派的局面;三是完善基金管理公司的法人治理结构,使其董事会、经营班子、监事会权力按现代企业制度的要求划分清楚,确保基金运作上“所有权、经营权和保管监督权”三者的有效分离,保证基金经营中的效率和投资者的资产安全,有效地防范经营者的违规操作,并且促进原有的老基金向规范化的投资基金转化。四是尽可能地推出创新基金品种,如进行半封闭半开放式基金、指数基金、产业投资基金和创业基金的试点工作,达到先行积累经验之目的。

2. 中期的目标和任务。这一时期是外资持有基金管理公司33%的股份期间,主要目标应定位于我国基金业规模扩张和全面大发展阶段,而且基金业不再依附于政府的优惠政策,基金管理人驾驭市场的本领不断增强,初步能够按照市场规则参与竞争。该时期应做好的主要工作如下:一是应在期初就构建出一个相对完善的基金监管体系,该体系体现的是一个政府监管、行业自律和社会监督的协调机制,成为保证所有基金在“三公”原则下进行竞争的基础。二是注意学习国外发达国家基金

和投资管理的最新理论和实务,使我国基金管理人熟悉规范化的基金管理方法和国际惯例,彻底摆脱政府行为和承担政府责任。三是积极推动投资基金扩容,扩大投资基金规模。需要说明的是,在对外开放的同时也应强化对内开放,比如加快商业保险、养老保险等资金参与投资基金、允许民间资金设立投资基金等,这会有利于投资基金产业化的进程。四是加强对中外合资基金的监管。为便于管理,在起初设立时尽量以契约型封闭式为主,资金以投向上应严格控制其进入A股市场而造成冲击,鼓励其设立专业性的投资基金,如B股、H股投资基金、产业投资基金等。五要立足于国情实际,“引入嫁接”国外经验,继续推动基金品种创新,开发出具有不同投资风格的基金品种,以满足不同类型投资者的投资需求,其中开放式基金的比重应逐步提高,债券基金、货币基金、衍生金融市场基金以及创业基金等都应初具规模。六是为投资基金新品种的开发和建设创造良好的投资环境,努力使我国证券市场的创新和管理跟进,特别是要更进一步地壮大证券市场发展的规模和提高上市公司的质量。

3. 长期的目标和任务。从加入WTO后的第三年起,外资可在基金管理公司中持有的49%的股份。此后的两年内,我国基金业的发展无论在规模还是品种创新方面都有质的飞跃,基金管理人必须完全熟悉国际惯例或规则,能够按照市场的内在要

求运作,基本具备与国外投资基金进行竞争的能力,并且投资基金业的国际化进程加快,出现几家在国际上有一定声望的基金管理公司,基金业成为我国证券市场的中坚力量。这一时期的主要任务在于:第一,基金业从“引进来”到“走出去”的发展开始起步,准许有条件的国内基金管理公司到国外设立分支机构或同境外机构合作,或争取到境外上市,以筹集到更多的外国资金,扩大我国基金业的国际影响。第二,允许中外合作基金有条件有限地稳步进入我国A股市场,期初可选择一两家声誉良好的基金进行这方面的试点。第三,可视市场的进一步开放和我国基金业的竞争力提高状况,进行独资基金的试点。第四,进一步推进符合国情的基金创新,努力使契约型开放式基金成为市场的主导力量,同时发展一批公司型基金。层出不穷的基金创新在结合我国国情的情况下应逐步向欧美等发达国家靠拢,并以此来带动我国的金融深化及金融创新。

开放的市场离我国越来越近,对我国幼稚的基金业来说虽然挑战不小,但抓住机遇,准备好对策,“入世”必将成为我国投资基金进一步发展的契机。

(作者单位:富国基金管理公司 北京 100732)

(责任编辑:刘传江)

(上接第112页)风险增大。值得注意的是,即使储蓄存款稳定增加,短借长贷的固有缺陷也使银行在长期产生很大的风险裸露,这种风险头寸会随着按揭贷款数量的积累而增加,在正常的经济环境下呈现为一种潜在的危险,当出现经济环境突然逆转和剧烈的外部震荡时,这种危险会强烈释放,并在系统内产生连锁反应,直接威胁银行的生存及整个金融系统的安全。正因为这样的流动性顾虑,银行大量敞开发放按揭贷款的动力受到很大限制,这是按揭贷款一级市场发展的又一大制约因素。而通过资产证券化,一方面可以建立长期稳定的按揭贷款二级市场,为银行持有的按揭贷款提供流动性,随时可以缓解信贷资金的压力,另一方面,银行也可选择其他流动性差的长期资产通过证券化变现,从而能够继续持有优质安全盈利性好的按揭贷款,这样,银行在不必要承受会危及生命的过度流动性风险的情况下,同样能够获得发放优质信贷的好处。并且,从贷款增量的角度来看,由于特殊目的实体有较强意愿大量汇集相对安全的按揭贷款资产,银行就可以通过充分利用自身在贷款发放和贷款服务方面的优势,按照SPV的收购标准大量发放长期贷款而不必顾虑其后的诸如利率风险、灾难性风险等不确定因素,从而在占用较少表内资产的情况下支撑很大数额的按揭贷款数目,大大增强其发放按揭贷款的动机,消除了抵押贷款一级市场上的供给约束。

因此笔者认为,重点发展按揭贷款证券化是资产证券化业务起步初期比较理想的突破口,也是现阶段国内商业银行的务

实选择。

总而言之,资产证券化之所以风靡世界,在于其自身所具有的强大生命力,这也是世界金融发展到一定阶段所必然出现的现象,是商业银行同直接融资市场在竞争中合作与共同发展的桥梁,对发达国家、发展中国家,都具有深远的影响。对于商业银行而言,资产证券化提供了新的机遇,对其盈利性、安全性、流动性等诸多方面都有较好的改善作用。因此,我国商业银行改革应该充分利用这一机会,顺应这一潮流,积极进行调整,推动我国银行和整个金融业的发展。

注释:

李保凯:《近一二十年国际金融创新及证券化趋势与预测》,载《商业银行发展论坛》1998(3),37页。

丛诚:《住房按揭证券化》,http://www.cin.gov.cn/renews.

胡章宏、刘入领:《美国资产证券化的运作》,载《国际金融研究》,1998(9),64页。

美国20世纪70年代发生的证券机构危机就证明了这种固有缺陷的危险。

(作者单位:中国农业银行深圳市布吉支行、武汉大学世界经济系博士生 深圳 518112)

(责任编辑:陈永清)