

从世界银行报告看东亚及中国证券市场的发展程度¹

王明伟

世界银行于2006年6月公布了标题为“东亚金融—通向健全市场的道路”的专题金融英文研究报告。据世行官员介绍，组织该研究报告的目的是对1997年亚洲金融危机后东亚金融市场的发展状况进行评估。截至去年年底的1.6万亿美元外汇储备和9.6万亿美元金融部门资产积累，是1997年亚洲金融危机以来东亚地区最重要的发展。这些资产不仅反映出大量资金流入的恢复，也反映出该地区的储蓄数额已达到美国金融市场的近四分之一、日本的一半。这些资产为国际金融环境动荡提供了一个良好的缓冲，为该地区在未来数年满足本身需要提供了一个重要的契机。尽管东亚地区银行系统自1997年危机以来已经恢复了活力，能够提供可靠的储蓄服务和实现客户基础的多样化，但政策制定者需要集中精力进一步发展证券市场，尤其是债券市场。

研究报告中所提到的“东亚”实际是指东亚和东南亚地区，但报告的研究范围并非包含该区域内的所有国家和地区，报告只提取了中国、菲律宾、印尼、韩国、马来西亚、泰国、香港和新加坡八个国家或地区作为研究对象，没有将金融业十分发达的日本和金融市场发展较快的台湾地区包括进去，（报告中有时也引用日本的情况作为与“东亚市场”进行对比的参考对象），报告对八个国家和地区使用了“经济体”的概念，以避免产生政治上的歧义。该研究报告厚达200页，涉及了银行市场、证券市场、保险市场以及机构投资者等方面。本文根据世行报告中涉及证券市场的部分，重点是通过引用世行报告中的有关数字来阐述该报告是如何评价东亚以及中国证券市场的发展程度的。

世行研究报告主要从三个方面来评价东亚的金融证券市场：一、市场功能多元化程度和发展规模；二、提供金融服务的水平以及市场效率状况；三、市场承受快速变化的全球化经济环境所带来的各种风险冲击的能力。

一、 市场功能多元化程度和发展规模

1、金融市场的多元化

经济体	银行资产相对于 GDP 比重 (%)			股票市市值当于 GDP 比重 (%)			债券余额相对于 GDP 比重 (%)		
	1997年	2004年	2005年	1997年	2004年	2005年	1997年	2004年	2005年
中国	124.4	207.4	191.6	11.2	27.1	20.9	12.9	29.3	28.6
印尼	34.3	14.4	68.4	36.4	36.8	39.8	2.1	22.4	27.0
韩国	67.7	118.0	91.9	14.5	51.8	89.6	45.0	75.6	74.9
马来西亚	100.6	170.0	162.5	93.0	154.2	140.6	56.9	90.5	89.7
菲律宾	76.5	68.4	61.3	51.4	34.0	39.3	30.5	29.7	35.6
泰国	79.7	127.4	102.1	15.1	70.6	69.7	7.1	40.7	40.2
香港	208.2	343.3	443.1	238.0	528.5	591.9	26.4	47.1	46.5

¹ 本文根据世界银行有关报告翻译整理而成。

新加坡	122.7	178.0	185.3	115.1	203.7	220.3	24.8	73.6	68.2
-----	-------	-------	-------	-------	-------	-------	------	------	------

多元化的金融市场可以改善投资者的资产布局，并且可以增强整个金融体系抗风险的能力。1997年危机以后，东亚市场一直关注市场多元化问题，但是按照人均GDP和金融市场发展水平衡量，东亚地区的债券市场发展程度依然落后于其它地区。

从上表看，中国是东亚地区最为依赖银行市场的经济体，或者说是金融市场发育最欠均衡、多元化程度最低的国家。到2005年，中国银行业资产相对于GDP比重在东亚经济体中仅低于香港和新加坡，但后两者股票市值和债券余额相对于GDP比重相对较高，而中国这两项指标值处于地区最低水平，其中股市指标（相对于GDP比重）在1997年和2005年均位倒数第一，债券指标（相对于GDP比重）在1997年时还排在印尼和泰国前边，到2005年又下降了一位。

2、股票市场规模（按市值计）

经济体	1997年		2004年	
	市值(亿美元)	GDP比	市值(亿美元)	GDP占比
中国	1014	11.2	4477	27.1
印尼	291	36.9	733	36.8
韩国	419	14.5	3895	51.8
马来西亚	932	93.0	1816	154.2
菲律宾	312	51.4	286	34.0
泰国	228	15.1	1154	70.6
香港	4133	238.0	8615	528.5
新加坡	1063	111.5	2176	203.7
东亚地区总计	8391	--	23151	--
日本(参考)	21606	50.2	35577	76.2
美国(参考)	107306	130.1	163235	139.9

东亚地区股票市场1997年后取得了快速的发展，速度远高于包括美、日发达市场在内的世界其它市场，在此期间东亚地区股票市值取得了近两倍的增长，而中国的发展还要快于这个速度。但是东亚地区股票市值占全球比重仅为6%，依然处于较低水平。报告认为这主要是由东亚地区GDP在世界份额中比重较小的状况决定的。

从上表看，虽然中国股票市值规模在“东亚经济体”中仅次于香港，但相对于GDP总量，股票市场的发育程度是较低的，同时也表明中国股市发展潜力巨大。

3、债券市场规模（按国内债券余额计）

经济体	1997年		2004年	
	债余额(亿美元)	GDP比	债余额(亿美元)	GDP占比
中国	1164	12.9	4833	29.3

印尼	0	--	577	22.4
韩国	1303	45.0	5683	75.6
马来西亚	573	56.9	1066	90.5
菲律宾	185	30.5	250	29.7
泰国	95	7.1	649	40.7
香港	458	26.4	768	47.1
新加坡	237	24.8	786	73.6
东亚地区总计	4012	--	14612	--
日本(参考)	44336	97.6	88667	197.7
美国(参考)	12659	62.9	191866	161.6

从上表看，东亚地区债市在整个证券市场中发育相对滞后。日本债市余额与股市市值之比 1997 年为 2.05: 1，2004 年上升为 2.49: 1；美国债市余额与股市市值之比 1997 年为 1.17: 1，2004 年仍为 1.17: 1；美日债市规模多年来一直大于股市规模。东亚地区债市余额与股市市值之比 1997 年为 0.47: 1，虽然到 2004 年这一比例上升为 0.63: 1，但债市规模仍大幅小于股市规模。

中国债市规模在东亚地区虽然仅次于韩国，但相对于国内生产总值的比重偏低，与印尼和菲律宾处于同一水平。

二、提供金融服务的水平以及市场效率状况

1、企业利用股票市场的指标（2004 年度）

经济体	股本筹资额（亿美元）			赫芬道尔 Herfindhal 指数	前 10 家公司 占有率 （按市 值）	前 10 家公司 占有率 （按交 易 额）
	一级市场	二级市场	总计			
中国	43	36	79	0.0142	19.9	13.4
印尼	2	5	7	0.1011	71.2	57.4
韩国	110	39	149	0.0513	18.0	24.4
马来西亚	9	11	19	0.0207	36.5	17.3
菲律宾	0	0	0	0.1249	79.4	90.5
泰国	10	13	23	0.0493	54.7	51.4
香港	125	237	361	0.0464	49.5	30.2
新加坡	21	7	28	0.0484	58.5	23.9
东亚总计	320	348	668			
日本(参 考)	3	311	313	0.0125	27.6	19.8
美国(纽 交所)(参 考)	703	934	1637	0.0034	12.6	17.0

东亚地区股票市场对企业发展的贡献度如何？世行报告认为，虽然目前难以建立一套全面的衡量体系，但研究股市筹资额和股市集中度两个指标可以有助于说明上述问题。报告使用了除股市前十大公司之外的公司市值分布来反映市场集中程度的赫芬道尔指数（Herfindhal Index）。集中度高的市场意味着市场资源集中在少数企业，因而对企业的普遍贡献率低，反之亦然。

2004 年东亚地区股市筹资总额超过了日本，相当于美国纽交所的 40%。按市场集中度衡量，观察上表中的赫芬道尔指数值，表明东亚地区各股市的市场集中度都高于日本和美国。如果再进一步观察分别按市值和交易额统计的前十大公司的市场占有率，也可以看出东亚各股市的集中度普遍高于美日市场。

值得关注的是中国股市的市场集中度。用赫芬道尔指数衡量，中国的数值在东亚国家中最低，与日本股市接近；按市值统计的前十大公司的市场占有率，中国的数值仅略高于韩国和美国，低于日本；按交易额统计的前十大公司的市场占有率，中国的数值不仅在东亚地区最低，而且也低于美日。这种情况一方面说明我国股市市场集中程度保持较低的水平，市场资源的占有比较分散，对企业贡献的普遍性较强；另一方面，也反映出我国股市缺乏超级“旗舰”型企业的状况。

2、股市的流动性

经济体	换手率（2004 年）	交易量相当于 GDP（2004 年）
中国	87. 0	45. 4
印尼	44. 9	10. 7
韩国	147. 2	94. 0
马来西亚	33. 8	50. 8
菲律宾	14. 3	4. 2
泰国	110. 8	66. 7
香港	57. 7	269. 3
新加坡	60. 8	76. 1
日本(参考)	97. 1	74. 2
美国纽交所(参考)	89. 8	169. 5
纳斯达克(参考)	249. 5	

东亚地区股市流动性的差异较明显，交易较为活跃的市场有韩国、泰国和中国，换手率水平与美日等发达市场不相上下；而菲律宾、马来西亚和印尼的流通性处于较低的水平，菲律宾的换手率只相当纳斯达克的十六分之一。报告认为，市场流通性低的根本原因是这些市场的信息披露的质量低劣，以至于股票价格不能及时准确地反映公司和市场的基本情况。

从地区范围内和与发达市场比较看，中国股市的流通性处于适当水平。但应该注意的是，中国股市的换手率高于有众多中国企业挂牌的香港股市。

3、不同类型机构对债券市场的利用

经济 体	1997 年 (相当于 GDP 的%)	2004 年 (相当于 GDP 的%)	1997 至 2004 年的增长 (%)

	政府 债	公 司 债	金融债	政府 债	公 司 债	金 融 债	政府 债	公 司 债	金 融 债
中国	7.1	0.7	4.5	14.9	0.6	9.5	61.0	-0.2	39.3
印尼	0.0	0.0	0.0	19.8	1.5	1.1	88.4	6.6	5.0
韩国	4.9	10.3	10.0	25.2	23.4	34.9	34.8	22.5	42.7
马 来 西 亚	19.4	20.8	16.8	38.2	38.0	13.9	56.7	52.0	-8.8
菲 律 宾	22.3	0.1	0.0	28.4	1.2	0.0	85.0	15.0	0.0
泰国	0.2	6.0	0.1	22.4	12.3	5.4	65.6	18.7	15.7
香港	7.5	18.8	0.0	9.7	37.4	0.9	10.4	89.6	0.0
新 加 坡	13.6	11.2	0.0	41.2	32.4	0.0	56.6	43.4	0.0

报告指出，在 1997 年至 2004 年期间，东亚地区债券市场取得了较快的发展，债市规模相对于 GDP 的比重均有较大幅度的上升。但东亚地区债市仍有两个“明显”的不足。一是相比于银行资产和股市市值，债市规模依旧偏小；二是债券的种类发展不平衡。在东亚地区，除香港和韩国外，其它经济体在 1997 年至 2004 年期间占发行量一半以上的债券为政府所发，而且除香港外，政府债的增长速度远高于公司债和金融债。由此可见，企业对债市的利用率不高，东亚地区的债券市场对企业提供融资服务的能力非常有限。导致公司债市不发达的原因之一是发债的条件较为苛刻，通常只有享有最高信誉等级的少数大型公司才能获准发债。加之此类公司发债经常会取得政府某种形式的担保，因此也被称为“准政府债券”。报告认为，东亚地区债券市场的总体信用度较高。

用债市规模相对于 GDP 的比重来衡量，中国在东亚地区属于债市发展最为缓慢的经济体之一，尤其是公司债的发展最为滞后。在 1997 年至 2004 年期间公司债市规模相对于 GDP 的比重呈负增长，这在东亚地区是绝无仅有的。我国企业对债券市场的利用是最低的。

4、债券市场的流动性

经济体	2004 年交易额（亿美元）		2004 年换手率		2004 年买卖差价(以 万分之一为基点)
	政府债	公司债	政府债	公司债	政府债
中国	5686	14	2.2	12.0	N/A
印尼	277	9	0.6	0.2	14.3
韩国	9522	3822	3.3	1.0	2.5
马来西亚	843	381	1.8	0.8	4.3
菲律宾	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
泰国	701	56	2.0	0.3	6.3
香港	5424	N/A	34.7	N/A	2.4
新加坡	1305	N/A	3.2	N/A	3.2
日本(参	299642	11396	5.4	0.9	2.0

考)					
美国(纽交所)(参考)	1038290	N/A	37.9	N/A	0.4

债券市场流动性不足是一个世界范围内带有普遍性的问题，东亚地区也不例外。报告认为，东亚地区债市的流动性呈现两个特点：一是换手率总体上要低于发达市场；二是公司债的流动性要低于政府债。世行专家在会议上指出，现在的关键问题是二级市场缺乏流动性，由此影响了区内债券市场的效率，并且限制了企业债券市场的总体规模。依据世行报告的观点，债券买卖价差幅度也是衡量债市流动性高低的一个标准，价差幅度大的债市必然影响债券的转让。

中国债市中的政府债券的换手率与其它东亚经济体的换手率相差不多，比较例外的是中国公司债的换手率奇高，不仅大幅高于区域内的其它经济体，而且也是唯一一家公司债换手率高于政府债换手率的市场。原因大概是中国公司债规模过小，导致市场供求比例失调。

5、股票市场交易成本

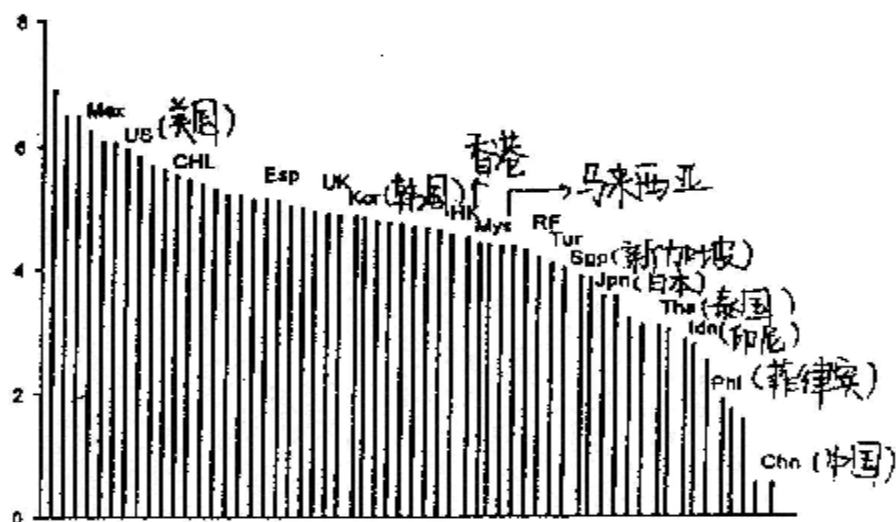
经济体 (平均值)	价格(美元)	中介手续费(基点)	市场交易费用(基点)	市场影响-税费(基点)	总计(基点, 即万分之一)
印尼	0.3	47.7	10.6	9.9	68.1
韩国	34.3	29.3	12.4	19.2	60.5
马来西亚	1.6	34.2	6.1	15.7	55.9
菲律宾	0.4	48.5	34.4	11.3	94.1
泰国	1.0	43.7	1.8	11.4	56.9
香港	1.5	22.3	10.7	11.3	44.3
新加坡	3.1	25.7	2.0	13.8	14.5
日本(参考)	14.7	12.9	0.3	6.3	19.5
美国(纽交所)(参考)	25.0	17.6	0.3	7.8	26.3

世行专家认为，分析市场交易成本的水平有助于判断市场效率的高低，成本较高导致交易量较少，也是市场效率低下的反映。报告指出，东亚地区绝大多数市场交易成本过高，尤以菲律宾为甚。东亚地区许多市场由于成本较高导致交易不活跃，一些股票经常因价格保持水平直线而处于零收益率的状态，这反过来又加重了交易的冷清。同时又因交易规模太小，为维持市场运行而使市场难以把交易成本降下来。

报告没有解释为什么中国没有被列入交易成本的比较中。

6、股票市场效率的综合测评

标准化评分



世行报告使用了三个指标来衡量单个股票市场的效率，并给出了各市场效率的综合评分。三个指标分别是：交易成本、零回报率的天数和股票价格变化的同步性。关于交易成本与效率的关系已在上文中阐述。零回报率的天数越多，表明股票价格对公司基本情况的反应越迟钝。股票价格变化的同步性越高，表明影响价格变化的非公司性因素越强；正常的价格变化应反映各个公司不同的基本情况，因此各股票价格的变化不应是高度同步的。

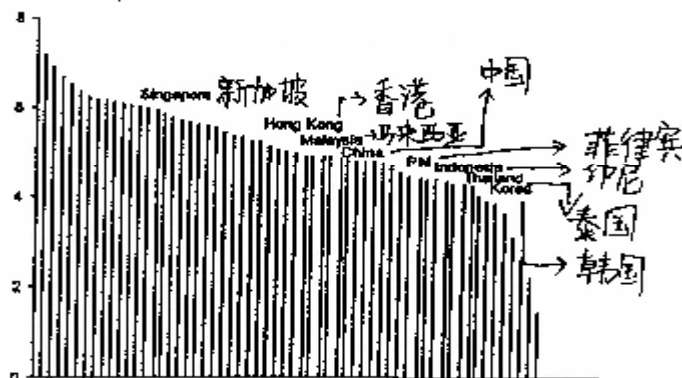
图表显示，东亚地区股市的总体效率低于发达市场的水平，表明该地区的市场效率还有很大的改进空间。该地区的韩国、香港、马来西亚和新加坡是效率较高的市场，综合得分值均高于全球市场效率的中位线，泰国、印尼、菲律宾和中国效率低下，位于四分之一线之下。

按照世行的所谓综合评测方法，中国股市的效率是东亚地区排名最低的，综合得分值还不及倒数第二位的菲律宾的一半。报告并没有列明上述综合得分值的计算依据和数据来源。因此，对以上股市效率的综合评分的客观性和准确性还有待考证。

三、市场承受风险的能力

1、市场稳定性的综合测评

标准化评分



世行报告称该项评比使用了两项指标：一是按股市三年回报率的标准差计算得来的股市“波动性”，另一项是反映在何种程度股市可能使回报率为负的“回报率偏斜度”。

按照世行的市场稳定性综合评测方法，新加坡股市的稳定性是东亚地区排最高的，其次为香港和马来西亚。菲律宾、印尼和泰国稳定性较低，而韩国市场稳定性最差。

中国股市的稳定性处于东亚地区的中间水平。

2、影响证券市场清算因素的风险评估

	清算前风险	股票清算周期	债券清算周期	GSCS 基准清算评分	清算后风险
中国	B+	T+3	T+3	92.5	A-
印尼	A-	T+3	T+3	68.5	A
韩国	A	T+1	T+1	97.3	A+
马来西亚	A	T+1	T+1	93.3	A+
菲律宾	B+	T+3	T+1	92.4	A
泰国	A-	T+2	T+1	93.6	A
香港	A	T+1	T+1	N/A	A+
新加坡	A	T+1	T+1	N/A	AA-

注：GSCS 基准清算评分是一家称为“全球证券咨询服务 (global securities consulting service)”的机构提供的反映市场清算效率的数据，此处被世行所引用。

世行报告使用了较大篇幅讨论东亚地区证券市场的基础设施 (market infrastructure)，报告中的基础设施主要是指与证券市场的清算体系、交易品种、金融工具、税赋水平等相关的制度安排和硬件条件。

基于证券市场清算体系是市场非常重要的基础设施，世行报告对东亚地区证券市场清算体系的各个环节的风险进行了评估。报告认为，东亚各证券市场的清算体系构建得较好，在交易之前和当中的环节上基本采纳了使风险最小化的建议。

从世行的评分结果看，除 GSCS 评分是选自第三方的数据、中国获取了尚可的分值之外，在报告中反映的清算前风险和清算后风险评估中，中国都处在评分最低的水平线。

3、影响证券市场流通和效率的关键因素

因素	中国	印尼	韩国	马来西亚	菲律宾	泰国	香港	新加坡
信息和价格发现								
信息披露和公司治理(评分)	4.8	4.0	5.8	6.0	5.0	5.3	6.7	7.4
基准收益率	无	真正的收益曲线还未形成	五年期以上的发行的流动性很有限	五年期以上的发行的流动性很有限	有主权收益曲线但流动性很弱	五年期以上的发行的流动性很有限	在短期和中期收益曲线方面很成功	在短期和中期收益曲线方面很成功
服务信用评级	需要增强	需要增强			需要增强	需要增强		
信息传播			债券定价公司					
交易成本								
所得税	5% 营业税; 33% 所得税	20% 资本利得税和利息税	27.5% 资本利得税和利息税	9% CTF 税; 15% 利息税	统一适用 20% 所得税	15% 资本利得税和利息税	16% 或 17.5% 的所得税	实行宽松的税制
回购市场	计划于 07 年设立	不发达不能做空	不发达不能做空	不发达不能做空	不发达不能做空	不发达不能做空	成熟的回购市场	成熟的回购市场
可否按金购买	否	可	可	可	可	可	可	可
可否融资	否	可	可	可	可	可	可	可
按金购买是否实际发生	否	是	是	是	是	是	是	是
可否卖空	否	可	可	否	可	可	可	可
可否融券	否	可	可	否	否	可	可	可
卖空是否实际发生	否	否	是	否	否	否	是	是

世行报告认为，影响这些市场的效率和流动性的因素包括为证券准确定价的信息获取，高交易成本，投资者基础的规模有限和差异。要提高效率，政策制定者就需要逐个解决这些因素，发展回购市场、融券、保证金交易、尤其是

做空以及衍生产品。东亚地区证券市场正是因为缺乏这些重要的工具和相关的制度安排，才降低了市场的流通性并增加了交易成本。

中国的公司治理的评分在世行报告中为中间偏下，与固定收益类证券相关的一些制度安排尚显欠缺，特别是在融资融券领域还是一片空白。不过，世行报告也提及中国新修改的证券法已为推出保证金交易预留了空间。

4、在信息披露、负债标准和反自我交易方面的证券市场法规评比

经济体	法源	信息披露要求指数	负债标准指数	反自我交易标准指数
中国		N/A	N/A	0.78
印尼	法国	0.50	0.66	0.68
韩国	德国	0.75	0.66	0.46
马来西亚	英国	0.92	0.66	0.95
菲律宾	法国	0.83	1.00	0.24
泰国	英国	0.92	0.22	0.85
香港	英国	0.92	0.66	0.96
新加坡	英国	1.00	0.66	1.00
日本(参考)	德国	0.75	0.66	0.48
美国(参考)	英国	1.00	0.66	0.65

注：“负债标准指数”是指依据破产法对债权人权利的保护程度和债务人责任的界定程度；“自我交易”定义为管理层或控股股东以牺牲中小股东的利益为代价为自己牟利的行为。

以上图表显示的是对东亚地区现行的与证券市场相关的法律制度的评分。世行报告指出，东亚地区在制定与公司治理有关的法律法规方面比较完备，目前主要问题在于落实和执法。

中国在保护中小投资者免受管理层和控股股东侵犯利益的立法建制方面的得分不低（甚至高于日本和韩国）。由于中国破产法尚未实施，所以报告没有反映中国的负债标准指数。至于为什么没有给出中国的信息披露指数，世行报告没有解释。

四、报告的结论

世行报告指出，东亚地区的证券市场发展程度基本上分为三个阶梯。第一阶梯为香港和新加坡，他们股票市场规模最大（按GDP的比重），市场基础设施完善，市场效率也最高，尽管在世界范围内他们的效率还处于中游水平。香港和新加坡的债券市场不是该地区规模最大的，但他们公司债的规模最大，而且流动性最强。

韩国和马来西亚处于第二阶梯水平，他们的股票市场规模较大，但市场运行效率要低于香港和新加坡。他们债市也颇具规模，但都存在流通性较低的问题。

处于第三阶梯的是泰国、印尼、菲律宾和中国（报告强调要按此顺序排列），这些经济体需要为改进市场效率做出巨大的努力。同时在信息披露和公司治理

方面也需要改进以获取投资者的信心。此外，这些国家的公司债市场不仅规模很小，而且流通性极低。中国虽然具有东亚地区内最大的债券规模，但存在着许多妨碍债市发展的因素：一是监管体制不统一；二是没有国际信用评级机构；三是缺乏透明和可靠的财务信息；四是不同的交易平台相互竞争（交易所对OTC）；五是出于行政性的数量控制使发债仅限于少数有实力的机构；六是对机构投资者限制过于严格；七是外国投资者的参与受到限制。

世行报告还对东亚经济体金融证券市场发展提出了带有普遍性的建议，在债券市场方面，政策制订者应扩大发行人的基础，发行人不能仅限于政府和“准政府”机构。政府还应该建立基准收益率、强化评级机构、改进公司治理和信息披露等，以使投资者有能力对发行人的风险做出评估。

在加强公司治理和信息披露的有关法律和监管框架方面，东亚经济体应加强会计和审计标准，还需要更多地关注实施和执行问题。因为这是制度基础，对于使投资者能够准确地为证券定价具有头等重要的意义。

在改善市场流通性和效率方面，东亚地区应扩大投资者的基础，并努力使之多元化。这就要求进一步发展国内的机构投资者基础——养老基金、保险和共同基金，以及培育更大的区域金融一体化。

在发展市场基础设施方面，应引入一些“支持性”的基础制度安排，如回购市场、融资融券交易和衍生品市场。如果在一个适当的框架内发展，就能成为降低交易成本的重要手段，也可使市场参与者能够管理和向更有能力和愿意承担风险的参与者转移风险，从而帮助推进健全的金融体系的发展。同时，报告注意到，存在着通过利用此类工具向风险管理能力较弱的机构以及金融市场监管较弱的部门进行不适当的风险转移的潜在危险，尤其是从私营银行向国有银行转移风险，从银行向非银行金融机构转移风险的问题。这就要求管理者和监督者采取主动措施进行监测和遏制这些风险。

应该指出，世行的报告虽然对东亚金融市场做了全面的分析和阐述，但在某些方面也不尽客观和准确，特别是某些对我市场的定性评价明显缺乏依据。同时也不排除报告的作者可能带有个人的主观色彩。