

文：于海蓮

東英金融集團

宏觀經濟分析師

2001年，高盛公司首席經濟學家奧尼爾在《全球需要更好的經濟“金磚”》一文中首次提到金磚的概念。金磚四國進入公眾的視野已有十年的時間。原來的“金磚（BRIC）”引用了巴西、俄羅斯、中國、印度的英文首字母，與英文的“磚（Brick）”類似，故稱“金磚四國”。2003年，高盛公司就在有關報告中預言，上述四個金磚國家將於2005年獨領世界經濟風騷。事實證明，該預測還是保守了一些。進入21世紀以來，金磚四國經濟保持高速增長，成為應對史無前例的國際金融危機的重要力量，成為名副其實的“金磚”。2010年年底，中國以輪值主席的身份，代表其他成員國邀請南非加入“金磚四國”合作機制。金磚四國首次實現擴員，由四國變為五國，似乎恰合天意，成為英語複數“金磚國家”（BRICS）。

目前，五國擁有全球30%的領土面積和42%的人口。據有關國際組織統計，2009年五國GDP占世界總量達到165，貿易額占全球貿易額的13%。據2010年世界銀行和國際貨幣基金組織改革方案，金磚國家在世界銀行的投票權將大幅增加至13.1%，在國際貨幣基金組織的份額將達到14.81%。奧尼爾在創造金磚這個名詞時，恐怕沒有料到它會發展成一個生機勃勃的新興市場國家合作機制。“金磚國家”作為發展中國家的領頭羊和利益代表，它們都是興起的大國或相對大國，發展速度快，潛力大，而且不同程度上都有著可持續性。因此，中國、印度、俄羅斯、巴西和南非的國際競爭力也備受關注。

一、 金磚國家宏觀經濟數據分析

（一）金磚國家經濟增長預測

國際貨幣基金組織（IMF）在2011年4月表示，繼續看好金磚國家的在2011年強勁的經濟增長。¹IMF在其最新的世界經濟展望報告（WEO）中提出全球經濟復蘇的預期，經濟復蘇正在發展壯大，預期2011年世界經濟增長4.4%。全球經濟復蘇可以歸納為三個數字：世界經濟在2011年增長大約4.4%，但是發達經濟體的增長僅有2.4%，而新興的和發展中國家的經濟增長要高于世界水平達到6.5%。

¹ 資料來源：中國經濟網

IMF 表示，作為主要新興經濟體，金磚國家增速將繼續超過其他國家。其中，中國的經濟增長預期在今年將保持強勁的 9.6%，預期 2012 年達到 9.5%。報告指出，中國經濟增長的動力逐漸由公共需求轉向了私人需求，消費受到信貸快速增長、支持勞動力市場條件、持續的提高家庭可支配收入政策的支撐。印度產量預計 2011 年達 8.2%，2012 年達 7.8%。相比較中國和印度而言，俄羅斯和南非的經濟增長在未來兩年預計將保持相對穩健。俄羅斯的產量預計 2011 年達 4.8%，2012 年達 4.5%。作為金磚國家的新成員，南非產出預計在 2011 年上升 3.5%，2012 年 3.8%。然而，俄羅斯和南非 2011 年和 2012 的預期經濟增長強于 2010 年。

（二）金磚國家宏觀經濟數據比較分析

1. 金磚國家 CPI 比較分析（見圖 1-圖 4）

（1） 2010 年 CPI 回顧

中國國家統計局 2010 年公布的數據顯示，2010 年 11 月份 CPI 同比增長 5.1%，創下年內新高。然而事實上，CPI“發燒”不僅僅是中國獨有現象。在其他金磚國家中，巴西、俄羅斯、印度等新興經濟體 2010 年 CPI 漲幅均大大超過了有關國家預設的通脹目標。2010 年前 11 個月巴西 CPI 累計增幅已達到 5.25%，超過全年通脹水平目標。俄羅斯 2010 年通貨膨脹率達 8%。印度同期已增至 8.69%。以“金磚四國”為代表的新興經濟體的物價指數集體“發燒”²。

與之形成鮮明對比的是，發達經濟體則普遍處於通貨緊縮態勢。德國、法國、意大利、美國等國家消費價格指數均不超過 2%，最高的英國也只有 3.3%。花旗中國研究主管沈明高認為，在全球同時啟動寬鬆貨幣政策後，首先遭遇通脹的肯定是新興經濟體。中國社科院金融研究所所長王國剛則認為，新興國家普遍面臨城市化和工業化的壓力，這一進程中，農產品漲價不可避免。

（2） 2011 年 CPI 預測分析

2011 年 4 月 14 日金磚國家領導人在海南省三亞市舉行金磚國家領導人第三次會晤通過的《三亞宣言》中特別提到，糧食、能源等大宗商品價格高位波動成為當前世界經濟復蘇面臨的新風險。事實上，大宗商品價格上漲正是全球通脹的重要推手³。

高企的居民消費價格指數（CPI）數據說明通脹壓力不斷加大的事實。金磚國家中，俄羅斯、印度和巴西 2 月份通脹率分別達 9.5%、8.31%、6%。中國的通脹壓力雖然不及上述國家，但今年 6 月 CPI 同比上漲 6.4%，創 2008 年 7 月份以來，35 個月 CPI 新高。國際貨幣基金組織

² 資料來源：聯合早報網

³ 資料來源：中國證券網-上海證券報

數據顯示，目前新興經濟體平均通脹率高達 6%以上。

後危機時期，金磚國家雖然普遍保持了良好的經濟增長態勢，但仍面臨著全球流動性泛濫、通脹壓力、資產泡沫等挑戰。因此，金磚國家需要努力協調宏觀政策，充分發揮相互間在資本、資源、制度、科技和人力資源方面的優勢互補（如圖 1-圖 4）。

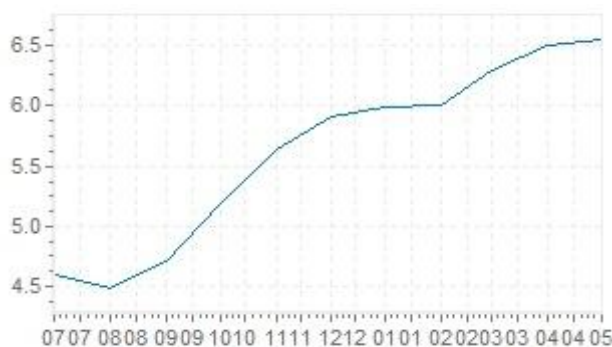


圖 1 巴西 2010. 7-2011. 5 的 CPI⁴

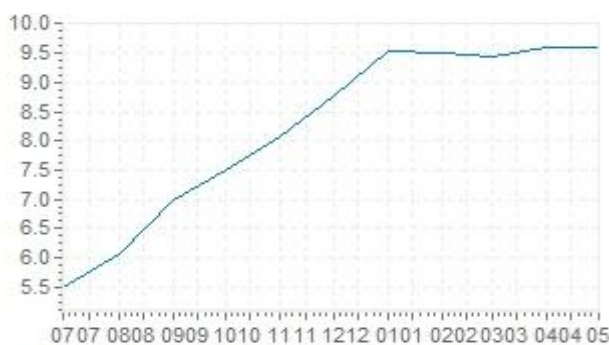


圖 2 俄羅斯 2010. 7-2011. 5 的 CPI

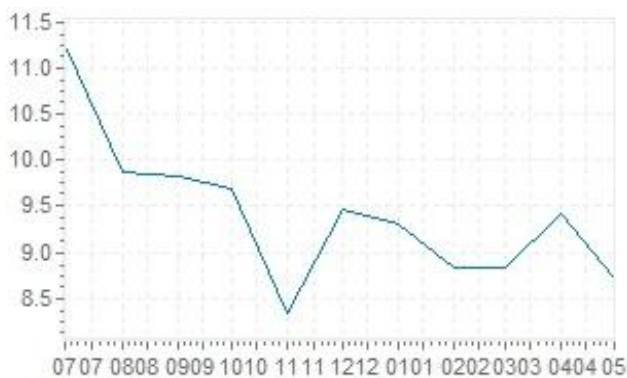


圖 3 印度 2010. 7-2011. 5 的 CPI

⁴ 圖 1 到圖 4 數據來源：global-rates.com，東方財富網

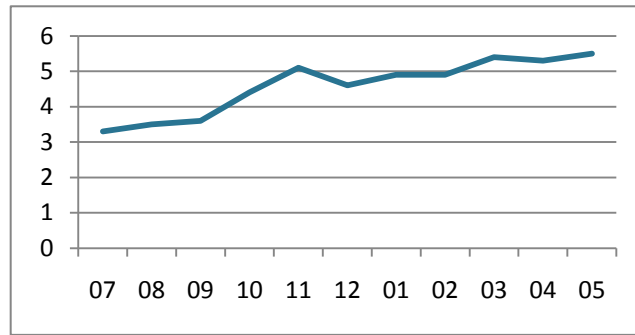


圖 4：中國 2010.7-2011.5 的 CPI

在全球通脹不斷升溫的背景下，緊縮的信號也更加明顯。《三亞宣言》呼籲，要更多關注當前新興經濟體面臨的跨境資本大進大出風險。

對中國而言，財政部副部長李勇（專欄）近日撰文指出，受外部環境衝擊和內部結構調整的影響，2011 年國內經濟存在“價格上漲、增速放緩”的風險。

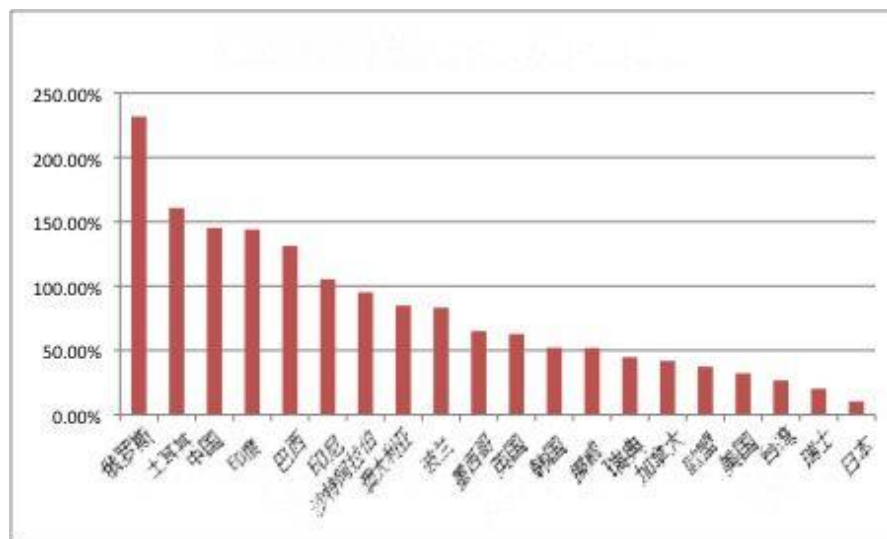


圖 5 2005-2010 年 GDP 排名前 20 國家近五年貨幣通脹圖表

由圖 5 看到，GDP 排名前 20 國家中，金磚四國的貨幣擴張率是全球最高的。這表明在過去五年由于貨幣擴張所帶來的驚人增長，給企業家和投資者發出了錯誤信號，而不是真正的經濟發展。

⁵ CQCA Business Research

2. 金磚國家國內生產總值 (GDP) 比較

作為新興市場經濟體的典型代表，金磚國家的表現讓世界為之驚嘆（如表 1）。受國際金融危機的影響，除了俄羅斯 2009 年低於世界平均增長速度外，其他時間，金磚國家的經濟增速都顯著高於世界平均增速。中國實現了 30 年經濟持續快速增長，創造了歷史奇蹟；印度經濟近幾年也保持了高速的發展；俄羅斯被稱為正在崛起的大國；巴西今年也擺脫經濟停滯逐步走向經濟發展的快車道；南非經濟 2010 年稍有所減緩為 2.8%。從全球增長態勢看，金磚國家經濟實力及對全球經濟增長的貢獻率提高，對發達經濟體的依賴程度降低，而以美國為首的發達經濟體 GDP 所占世界份額則同步下降。金磚國家經濟發展的潛力是巨大的。

表 1 2000-2010 年金磚國家 GDP 增長率 (%)

年份 \ 國家	2000	2005	2008	2009	2010
世界	4.3	3.6	1.6	-1.9	3.0
巴西	4.3	3.2	5.1	-0.2	7.5
俄羅斯	10.0	6.4	5.2	-7.9	3.7
印度	4.0	9.3	5.1	7.7	9.7
中國	8.4	11.3	9.6	9.1	10.3
南非	4.2	5.3	3.7	1.8	2.8

資料來源：2000-2009 年資料來自世界銀行。2010 年世界平均增速為 IMF 預測，其他國家數據來自各國統計資料。

3. 金磚國家國民收入 (GNI) 比較

表 2 為金磚國家國民收入和人均國民收入的基本情況。若按世界銀行的三年匯率平均方法 (Atlas Method) 計算，2008 年金磚國家國民收入 (CNI) 總和已占世界 15%，若按購買力平價 (PPP) 計算，則占世界 25.0%。按購買力平價計算，2009 年除中國和印度外，人均國民收入都超過 1 萬美元。2005 年高盛公司的全球經濟研究報告預言：金磚國家今後仍將保持高速發展，2050 年將統領世界經濟潮流，那時世界經濟格局也將會大洗牌，全球新的六大經濟體將會變成中國、美國、印度、日本、巴西和俄羅斯。

2010 年金磚國家已經率先從金融危機中走出來，在中國超越日本晉身為世界第二大經濟體這一消息傳出後不到半年，巴西也因其 2010 年經濟以 7.5% 的快速增長超過意大利和俄羅斯，成為緊隨德、法、英之後的世界第七大經濟體。金磚國家在世界經濟版圖上已經占據了越來越重要的地位。

表 2 金磚國家國民收入及人均國民收入情況（美元）

	GNI ⁶ (Atlas ⁷)	人均 GNI(Atlas)	GNI(PPP ⁸)	人均 GNI (PPP)
世界	58215	8728	71463	10604
巴西	1429	8040	1955	10200
俄羅斯	1368	9340	2807	18360
印度	1235	1180	3464	3250
中國	4856	3650	9170	6890
南非	287	5760	495	10050
金磚國家之和	9175		17891	
金磚國家占比%	15.8		25.0	

資料來源：世界銀行數據庫。CNI 為 2008 年數，中國為 2009 年數據。人均 CNI 為 2009 年數據。

二、金磚國家金融市場的發展現狀

金融市場是國家經濟的重要組成部分，有效的金融市場能夠將資金轉化為投資，並保證資金在各經濟部門之間的有效分配。金融市場對金磚國家的迅速發展起到強有力的支撐作用。

（一）巴西

巴西是拉丁美洲中經濟最為發達的國家，其經濟的快速增長離不開其金融業的穩定發展，特別是 2002 年後巴西中央銀行進行的金融改革，逐步完善金融監管體系，健全金融監管法制制度，按照國際監管標準發展，從而使巴西形成了較好的金融環境。

1. 完善的國家金融體系

巴西的金融體系即國家金融體系（National Financial System，SFN）分為監管部門、吸收存款的金融機構、其它金融機構、金融中介或輔助機構、保險和養老金機構、投資管理機構以及清算和結算系統。除監管部門以外的金融體系機構成員都屬於被監管對象。

從巴西的國家金融體系的構成來看，目前巴西的金融機構實行的是混業經營。而在 1988

⁶GNI 國民總收入，即國民生產總值，指一個國家（或地區）所有常住單位在一定時期內收入初次分配的最終結果。它等於 GDP 加上來自國外的淨要素收入。

⁷ Atlas:世界銀行按 Atlas 方法（即 3 年匯率平均方法）推算。

⁸PPP：購買力平價。

年以前，巴西的銀行業和證券業是分業經營的。在所有監管部門中，巴西中央銀行是最主要的監管機構，其他的監管機構基本是處於輔助監管地位，因此，巴西的金融監管是以巴西中央銀行為主體的混業監管機制，這種金融體系的監管機制使得巴西監管部門的職能與責任明確，減少了監管部門之間溝通與協作、信息共享等方面的障礙。

2·提高銀行業競爭力和穩定性

20世紀90年代世界各區域出現的金融危機，對巴西銀行業是嚴峻的考驗，為了整頓銀行業，提高金融體系的穩定性，巴西中央銀行頒布了《鼓勵金融體系的重組與強化計劃》(PROES)、《銀行私營化計劃》(PROER)以及《設立信貸擔保基金計劃》(FGC)，激勵銀行兼併和重組，促進國有銀行私有化。之後，巴西政府又授予巴西中央銀行改進金融體系的法律權利，改變了巴西中央銀行過去只能建議而無法律權利的地位，這使得巴西中央銀行在促進銀行重組和兼併的過程中起到更加積極的作用。巴西推行的銀行業改革，使得巴西的銀行業結構更加合理，競爭更加充分，由此促使銀行向個人和企業提供更全面優質的服務，這樣的良性競爭使得整個金融體系能更加完善。

3·完善金融市場經營准入

在巴西的金融監管改革中，其監管當局始終朝著國際金融監管標準的方向發展，從引入1988年《巴塞爾資本協議》到計劃實施2004年《巴塞爾新資本協議》，巴西的金融監管不斷國際化、標準化，並從信息披露、風險控制、金融體系等多方面進行改革，建立了嚴格的風險管理體系，使得巴西金融體系日益穩定，從而有力的促進了巴西的經濟復蘇。

(二) 俄羅斯

俄羅斯的金融市場主要劃分為貨幣市場和資本市場。俄羅斯資本市場的發展與俄進行的經濟改革密不可分。另外，俄羅斯金融市場的另一個重要組成部分是外匯市場。同其它市場相比，俄羅斯外匯市場的發展較為完善，共分為交易所外匯市場、銀行間外匯市場、外匯現金市場以及外匯期貨市場。

1·加強貨幣市場和資本市場協調發展

貨幣市場在經濟和市場運行中發揮著重要的作用。一個發達且功能健全的貨幣市場是執行貨幣政策和進行貨幣總量管理的基礎，貨幣市場工具的發展可以增強金融部門的競爭和強化風險管理。對於俄羅斯來講，其貨幣市場的發展和完善可以降低政府的融資成本，流動性強而穩定的貨幣市場可以使俄羅斯政府以更好的期限和利率出售債券。貨幣市場工具的發展還可以促進債券市場的發展，構成資本市場的基礎，為國家基礎設施的融資創造條件。在浮動匯率下，

貨幣市場工具的發達可以保證俄羅斯境內機構投資者建立本幣、外幣的合理持有結構，減小匯率的波動。

2·吸引外國投資

吸引外國投資是俄羅斯對外經濟政策的一項重要內容，也是其金融市場調整的一大任務。同以前一樣，外國投資者在俄聯邦遇到許多障礙，這些障礙與政治上經濟上的不穩定，遊戲規則變化無常有關，其中包括不斷變化的聯邦稅收、地區性稅收與關稅、所有者權利得不到維護、刑事案件的壞影響、官員們不稱職和貪贓受賄、俄市場基礎設施(例如銀行系統)不發達等因素有關。而且，俄羅斯各級當局在完善投資立法的同時，力求創造良好的投資環境。在這種情況下便面臨如何在宏觀經濟方面創造一種穩定的、可預見的投資環境，這樣可以使投資者可靠地、有利可圖地把他們的資本投入到俄羅斯經濟。

3·防範國際領域的金融風險

自從俄羅斯實行新的經濟金融改革以來，不斷加強打擊一系列擾亂金融秩序的違法行爲，清除過多的泡沫，防範惡性通貨膨脹，防止國際資本的惡性衝擊，以及市場經濟自由化傾向蔓延等現象，抑制和防範金融風險。同時，俄羅斯政府還在著力提高金融市場工具創新的能力，這樣不僅可以提高其金融市場運作的效率，還可以有效地降低或剔除風險。在高效率的市場上，俄羅斯投資者通過自己的效率組合減少其“個別風險”，市場高效運作減少“系統風險”，使收益保持較高水平的增長。

(三) 印度

1991 年以來，印度金融市場和資本市場的改革既對金融部門，又對資本市場產生了積極的影響，從 1993 年開始，印度股票市場得到了迅速發展。在十幾年前，印度的證券市場完全屬第三梯隊，沒有什麼透明性。1994 年，國家股票交易所得以建立。目前，印度的金融市場逐步擴大，其所擁有的資本份額已占印度國內生產總值的半數以上。有 5644 家上市公司，

1·增加交易市場的多層次性

印度的股票市場有百年以上的歷史。目前有 27 個股票市場(包括兩家全國性的股票市場和 25 家地方性的股票市場)，其中最重要的兩家全國性股票交易所是孟買股票交易所和印度國家股票交易所，全國所有的 27 個股票市場都進行了計算機聯網。自上世紀 90 年代以來印度各銀行金融機構在貨幣市場引入的新金融工具有：182 天國庫券、大額可轉讓存單、3—6 個月企業債券和銀行間參與券等；同時還相繼成立一些新的金融中介機構：印度貼現融資公司、風險資本與技術有限公司、印度技術發展與信息有限公司、基礎設施租賃及金融服務有限公司、印度

公司信用能力情報服務有限公司等。

2·密切印度金融市場與全球流動性關係

印度金融市場與全球流動性關係密切，主要是因為，一方面是印度經濟高速發展，與私營經濟大量融資的需要使得金融市場對於資本的需求十分巨大，而印度本國對資本的供給又遠遠不能滿足需要，迫切需要全球資本來補充，這就使得印度金融市場對全球流動性具有高度依賴；而另一方面，由于印度金融市場自由化、市場化和開放程度較高，全球資本也樂于投資于印度金融市場。

3·市場監管的有效性增強

印度的金融體制介于分業和混業之間。其銀行業兼營保險，證券業相對獨立運作。相應地，印度儲備銀行(中央銀行)負責對銀行、非銀行金融機構的監管，其中也包括對銀行兼營的保險業務的監管。印度證券交易委員會負責對證券業的監管。印度的這種由央行負責對銀行和保險的監管，另設一個機構負責監管證券行業，通過對證券市場的有效監管，印度資本市場得到了更好的發展，投資者投資權益得到了保護，資源配置效能對印度經濟發展起到了良好作用。

(四) 中國

在穩健的貨幣政策和積極的財政政策的大環境下，中國國民經濟運行總體企穩向好，國金融市場也繼續保持了健康平穩的發展態勢，這不僅有力地支持了國民經濟建設，同時自身也在促進中小企業成長、優化市場結構、擴大消費等多方面提供支撐作用。

1·加大對中小企業的資金支持

對中小企業進行投資具有風險較大、投資周期較長和不同類型中小企業的融資需求間差異大等特點，因此，其融資需求需要通過發展多層次資本市場來滿足。隨著中國金融市場的不斷完善，中小企業信用增進公司正式成立，創業板正式運行，中小企業集合票據、中小企業集合債券、創業投資引導基金等融資工具和產權交易市場等交易平臺的發展，中國金融市場將能夠進一步加大對中小企業的資金支持力度，從而促進中小企業的發展。

2·市場結構進一步優化

一是融資結構進一步優化。2009年以來，中國債券市場中的公司信用類債券發行量大幅增加，公司信用類債券發行量大幅增長，有效地改善了中國社會融資結構，緩解了單一的銀行貸款融資渠道對企業發展的制約，有利于促進民間投資增長，并在一定程度上緩解了中國債券

市場發展中公司信用類債券發展滯後的問題。2009 年，中國創業板正式開始運行，多層次資本市場建設取得了突破性進展，從而有助于大幅提高中小企業，特別是創新型企業的融資渠道，落實創新型國家戰略的建設目標。二是市場參與者結構進一步優化。在人民銀行等相關監管部門的共同努力下，汽車金融公司和金融租賃公司成爲銀行間債券市場債券發行主體，基金公司的特定資產管理組合等非法人機構投資者獲准進入銀行間債券市場進行交易。同時，股票市場、黃金市場和期貨市場等市場的投資結構也得到進一步優化。

3· 促進中國居民消費的增長

金融市場的發展能够增加居民的財產性收入，從而影響消費。多項實證研究表明，股票市場資產價值變動將導致同方向消費變動 3%~5%。隨著中國金融市場的進一步發展壯大，居民的投資意願進一步增強，更多的消費者能够通過金融市場獲得更多的財產性收入，進而提高中國消費率。

(五) 南非

南非的金融體系發達，管理制度健全。全國有 78 家注冊銀行，包括 25 家內資控股銀行，7 家外資控股銀行，2 家互助性儲貸銀行，14 家外國銀行分行及 30 家外國銀行代表處。約翰內斯堡證券交易所是世界排名第 15 的證券交易所，此外，南非還分別有一家期貨交易所和一家債券交易所。這爲國外投資者進入南非市場打下基礎。

總之，從全球金融市場的發展歷史來看，一國經濟發展的“黃金階段”往往帶來資本市場發展的“黃金年”。目前金磚國家經濟正邁入工業化階段，產業結構開始升級，經濟快速持續增長，爲金融市場的黃金髮展期奠定了堅實的基礎。

三、金磚國家有關跨境上市情況

(一) 金磚四國跨境上市總體情況的回顧

據安永會計師事務所 2010 年 7 月 13 日發布的調研報告顯示，過去 10 年來在世界主要證券交易所中，香港聯合交易所的跨境上市宗數居首，而中國內地企業在全球跨境上市方面列“金磚四國”(中國、印度、俄羅斯和巴西)第一位。

從 2000 年至 2010 年上半年，香港、倫敦、紐約及納斯達克四大證券交易所共有 1114 宗跨境上市，融資總額達 3660 億美元，其中半數以上爲“金磚四國”，企業占上市融資總額的 46%。自 2000 年以來，中國內地企業全球跨境上市宗數爲 495 宗，融資總額 1880 億美元，占金磚四

國跨境上市融資總額的 76%。列“金磚四國”之首。報告還特別提到，雖然中國內地的國際板尚未啓動，但上海證券交易所 2009 年的融資總額已經位列全球第二，達 183 億美元，顯示其逐漸發展為全球主要證券交易所的趨勢。

過去 10 年（2000 年至 2010 年上半年）跨境上市項目穩步上升，上市宗數及上市融資總額都有增加的趨勢。2000 年，在香港、倫敦、紐約及納斯達克四個證券交易所，跨境上市宗數占上市宗數總數的 13%，此後，這個比例一直在上升。到 2008 年，跨境上市宗數占上市宗數總數的 50%，意味著跨境上市與本土上市在宗數上已平分秋色。2009 年，跨境上市宗數超過本土上市宗數，占上市宗數總數的比例已達 59%。從融資金額上來看，過去 10 年，跨境上市融資額占上市融資總額的比重有所波動，但總體上仍呈上升趨勢。2000 年，跨境上市融資金額占上市融資總額的 34%，2009 年，這個比例為 72%。

跨境上市項目，金磚四國占半數以上；中國內地居全球首位，俄羅斯居第二。過去十年，前述四個主要證券交易所的 1114 宗跨境上市項目中，共有 578 宗來自金磚四國，占總數的 52%；在 3660 億美元的融資總額中，共有 2480 億美元來自金磚四國，占總額的 68%。這意味著金磚四國的跨境上市項目在四個主要證券交易所的跨境上市項目中占據著重要地位。

（二）金磚四國跨境上市基本情況

1. 中國的跨境上市

全球一體化帶來了世界貿易的蓬勃發展，全球資本市場逐漸實現一體化，隨著資本流動加快和金融交易的國際化，越來越多的企業選擇了跨境上市。就中國而言，清科數據研究中心⁹發布報告稱，2011 年第一季度有 105 家中國企業在境內外市場上市，占全球 IPO 總量的 65.6%，中國企業在全球 IPO 市場遙遙領先。但在案例數量及融資規模方面，今年第一季度與去年第四季度相比分別下降 31.3%和 44.7%。報告顯示，一季度 105 家中國上市企業中有 16 家企業在海外各市場挂牌，融資總額為 25.97 億美元；去年第四季度，在海外上市的中國企業有 66 家，共融資 170.47 億美元。今年一季度赴海外上市的中國企業數量及融資規模環比下降 75.8%和 84.8%。報告顯示，16 家中國企業海外 IPO 地點較為集中，主要分布于香港主板、紐約證券交易所、韓國證券交易所主板和 NASDAQ 市場。其中 9 家企業選擇在香港主板上市。

從歷史數據來看，一季度一直是全年 IPO 數量占比最低的季度，國內市場主要由于春節假期影響，而在境外市場則主要是因為自然年年終審計過後較長的停頓期。同時，加之中東局勢

⁹ 清科研究中心于 2001 年創立，致力於為眾多的有限合夥人、VC/PE 投資機構、戰略投資者，以及政府機構、律師事務所、會計師事務所、投資銀行、研究機構等提供專業的信息平臺、研究和諮詢服務。範圍涉及創業投資、私募股權、新股上市、兼併收購以及 TMT、傳統行業、清潔技術、生技健康等行業市場研究。目前，清科研究中心已成為中國最專業權威的研究機構之一。

動蕩、歐洲主權債務危機以及日本大地震等影響，香港及美國股市持續動蕩，導致一些公司推遲了其境外上市計劃。

我國資本市場上的企業跨境上市發展相對較晚，一些公司先後在香港、新加坡、倫敦、美國等境外市場發行上市，但自 1993 年在香港 H 股上市的青島啤酒回歸 A 股，開啓中國公司跨境上市的序幕以來，目前我國股市的跨境上市主要集中于香港證券交易所主板市場和國內主板市場。截止 2008 年 12 月 31 日，在香港主板上市的 141 家 H 股公司中，已有中石化等 56 家公司先後回歸 A 股市場或實現在兩地同時上市(比如工商銀行、中信銀行等)，成功實現雙重上市，并自 2006 年以來呈現逐年增加的趨勢。同時在內地和香港兩個市場以“A+H”方式雙重上市，是目前中國公司實現雙重上市的主要形式。與大多數西方國家公司普遍採用“先國內後國外”的雙重上市順序不同，中國內地的公司主要採用的是“先境外(發行 H 股)再回境內(發行 A 股)”的相反順序(55 家樣本公司中只有 3 家是先境內後境外的上市樣本，分別是中興通信、招商銀行和晨鳴紙業)。

2. 印度的跨境上市

1991 年之前，印度處于資本市場的封閉狀態，沒有跨境的證券投資流動。1992 年，印度開始開放證券市場，放鬆了對外國投資者投資國內證券市場的嚴格限制，允許外國機構投資者到印度證券市場投資，持股比例達到 20.1%。此後，大量的外國機構投資者開始涌入印度，開啓了印度證券市場的國際化進程。近年來，印度吸引外資的步伐加快，2005 年，印度證券市場共吸引了 107 億美元的外國投資，僅次于中國臺灣列第二。僅 2006 年一季度流入資金總額已達 35 億美元，而且投資增速沒有減弱跡象。很多外國投資者持續看好印度證券市場的發展潛力，外資的積極參與是印度證券市場國際化取得成功的重要因素。

在金融期貨市場方面，2000 年，印度國家股票交易所和孟買股票交易所就推出了指數期貨，2001 年兩家交易所又上市了指數期權、單只股票期貨和期權。在市場開放方面，印度 1995 年正式實施了境外機構投資者 FII 制度，類似于我國的 QFII 制度。經印度證券和交易委員會注冊登記的境外機構投資者 (FII)，可以在印度金融期貨市場進行交易。印度期貨交易所已經對境外投資者開放，但有股權限制。其開放途徑是，先將交易所公司化、營利化，再允許境外投資者投資股權。

3. 俄羅斯的跨境上市

2010 年 1 月，俄羅斯聯邦金融市場管理局日前推出了外國公司有價證券在俄境內交易所上市交易的辦法草案，符合條件的外國公司將可以在俄羅斯的兩個交易所上市交易。上述辦法規定了外國公司在俄發行有價證券的條件，主要涉及流動性和投資風險兩類指標。根據該辦法，如果外國公司已經在 22 家指定的境外證券交易所上市，那麼俄羅斯交易所可以直接批准該公

司在俄上市，無需經過俄證券監管機構，即聯邦金融市場管理局的許可；相反，如果外國公司沒有在指定的境外證券交易所上市，則該公司在俄上市必須經過聯邦金融市場管理局的許可。

2010年12月15日，人民幣對盧布交易在俄羅斯莫斯科銀行間外匯交易所（MICEX）挂牌上市，俄羅斯成爲首個在中國境外實現人民幣直接挂牌交易的國家，加速兩國貨幣的國際化進程，并在區域性貨幣結算方面扮演重要角色。金磚四國中，俄羅斯在跨境上市宗數及融資總額方面都占第二位。過去十年，俄羅斯共有39宗跨境上市項目，融資總額爲391億美元。大部分俄羅斯企業選擇在倫敦證券交易所進行跨境上市。3宗跨境上市項目中，共有33宗在倫敦證券交易所上市，融資總額達353億美元。近年來，俄羅斯企業開始考慮在香港跨境上市。

4. 巴西的跨境上市

近二、三十年以來，巴西證券市場發展滯後，新股首發募集資金量少，在本土挂牌的公司數量逐年減少，而在美國上市的公司數量不斷增多。除了宏觀因素外，忽視對中小投資者保護的證券法規是促成這種現象的主要原因。

巴西證券市場有著悠久的歷史，聖保羅證券交易所（BOVESPA）建立于1890年，一直是巴西最重要的證券交易所。在19世紀初，巴西證券市場與其他金融市場發達的國家相比差距并不大。但近二、三十年以來，巴西證券市場發展滯後，本國證券市場上市公司數量減少，基本失去了融資功能，大量企業選擇海外上市。大批優秀企業遠赴美國上市，是造成巴西證券市場發展滯後的主要原因之一。

巴西企業選擇海外上市是問題的表像，背後隱藏著更深層次的原因。首先從巴西經濟私有化改革來考查，這場轟轟烈烈的運動使國外投資者持有巴西企業的大量股權，本國宏觀經濟發展不穩和本幣大幅貶值促使企業選擇海外上市，這是外在原因。其次從法律政策來分析。巴西上市公司可以發行總股本2/3比例的優先股股票，這些股票不具有表決權，在家族企業爲主、法律法規不完善的情況下，普通中小投資者的利益得不到保護。對了加快國有企業的私有化，上世紀90年代中後期巴西政府又進一步放鬆了信息披露和要約收購的要求，這更不利于中小投資者的保護。對投資者的保護力度決定了證券市場的發展程度，巴西證券市場發展滯後，忽視對投資者利益的保護是內在原因。

總之，金磚國家爲投資者提供了更多的回報期待和想像空間。2011年4月14日金磚國家領導人在海南三亞舉行會晤，會後五國聯合發表了《三亞宣言》，這說明面向未來的高成長性使金磚國家形成了一個開放的合作機制。金磚國家是工業化的後發國家，從產業結構上看，俄羅斯是能源大國，巴西和南非礦產資源豐富，中國製造業較強，印度擅長軟件業和服務業。不同的產業結構決定了不同的發展模式，相信金磚國家在完成了結構上的組合之後，各國勢必要尋求一種新的合作模式，促進相互間的更快更好發展。

(三) 高成長行業裏的上市公司狀況及跨境上市狀況

1. 能源行業的上市公司狀況

近年來，越來越多的事實表明，中國，俄羅斯、印度和巴西在全球能源領域中的迅速崛起，已經打破美國長期以來對全球能源工業的壟斷。據 2007 年高盛公司發表的研究報告，在目前全球 20 家最大的能源公司當中，有 35% 來自“金磚四國”，已經超過美國所占 30% 的比例。

(1) 中國。據美國 2010 年 12 月《石油情報周刊》公布的 2009 年世界最大 50 家石油公司綜合排名，中國石油以綜合排名第 5 位，連續 9 年位居世界 10 大石油公司行列。統計數據表明，原油儲量在世界石油公司中居第 9 位，天然氣儲量居第 12 位，原油產量居第 5 位，天然氣產量居第 8 位。在美國《財富》雜誌公布的 2010 年世界 500 強排行榜中，中國能源商昂首步入前十名，其中中國石化、國家電網和中國石油分別位列第 7、第 8 和第 10 位。其中中石化營業收入為 1875.18 億美元，淨利潤為 57.56 億美元。

(2) 俄羅斯。俄羅斯能源工業成長之快，令業界驚嘆。普京執掌俄羅斯以後，制定了《2020 年前俄羅斯能源發展戰略》，並決定通過併購對國有大公司“增肥”。2010 年，根據美國哥倫比亞大學和俄羅斯莫斯科 Skolkovo 管理學院日前共同進行的一次調查的結果顯示，俄羅斯最大的獨立石油生產公司盧克石油公司 (LuKoil)、俄羅斯國家控制的天然氣巨頭俄羅斯天然氣工業股份公司 (Gazprom)、俄羅斯鋼鐵製造業巨頭 Severstal 和俄羅斯鋁業生產巨頭 RusAl 分別位居俄羅斯 25 家擁有最多國外資產公司名單上的前 4 名。這 4 家公司擁有的國外資產占到俄羅斯全部公司擁有的國外資產的 78%。位居榜首的盧克石油公司擁有 189 億美元的國外資產，位居第二的俄羅斯天然氣工業股份公司擁有 106 億美元國外資產，Severstal 和 RusAl 分別擁有 46 億美元的國外資產和 42 億美元的國外資產。目前俄 40% 的預算收入來自石油天然氣的開采、加工和運輸，GDP 的 25% 來自石油和天然氣行業。

(3) 印度。2007 年底數據表明，印度石油天然氣公司是印度最大的能源企業。而在印度總理曼莫漢辛格上臺後，對國內 12 個國有油氣公司進行重組，其主旨是欲建一個全球性的石油公司。實施重組後，以印度石油天然氣總公司為代表的印度能源企業規模迅速擴大，並加大步伐從本土轉向海外。而印度石油天然氣總公司綜合排名也上升兩位，居世界最大 50 家石油公司的第 30 位。

(4) 巴西。巴西一直是南美地區能源領域中的領跑者，而巴西石油公司的地位更是舉足輕重。2007 年 6 月末，巴西石油公司董事會確立了 2015 年的發展目標，這是它歷史上第一次建立長期投資計劃，到那時日產石油天然氣將達到 455 萬桶。據巴西石油公司披露，從 2007 年到 2011 年，投資總額增加到了將近 870 億美元，比 2006-2010 年 5 年計劃的 560 多億美元增長了 50% 左右。而它旗下擁有 16 家煉油廠、6000 多個加油站和 30000 公里管道。按照

《財富》雜誌公布的排名，巴西石油公司在 2007 年全球 500 強中名列第 65 位。

2. 通信行業上市公司狀況

通信行業是金磚國家的重要增長點。各國都表現出迅速發展的一面。

(1) 中國。截至 2007 年 7 月，在中國內地上市的通信業類公司已有 30 多家。其中包括中國聯通、波導股份、大唐、東方通信、長江通信、中衛國脈、中興通信等。2007 年 1-5 月份，全國通信業務總量完成 7482.0 億元，比去年同期增長 26.1%。其中，電信業務總量 7150.5 億元，增長 26.8%；郵政業務總量 331.5 億元，增長 13.2%。總體而言，全國通信業務收入完成 3186.7 億元，比去年同期增長 10.1%。其中，電信業務收入 2886.8 億元，增長 9.6%；郵政業務收入 299.8 億元，增長 15.2%。

(2) 印度。印度移動通信市場近年來發展相當迅速，據印度電信監管局 (TRAI) 公布的最新數據，截至今年 3 月底印度手機用戶已達到 8.5 億戶。而根據中國工信部的統計，截至今年 3 月底中國手機用戶達到 8.9 億戶，兩者之間差距正逐漸縮小。從 2007 年 8 月起，印度的移動電話月增用戶數量持續保持在 800 萬戶左右，成為全球之最，僅今年 3 月就新增 2020 萬用戶。

(3) 俄羅斯。俄羅斯通信市場連續幾年保持 15% 以上增長，目前已經成為新一輪資本角逐的熱土。有報道稱，2010 年前俄羅斯對 IT 基礎設施的投資將超過 300 億美元。在俄羅斯聯邦通信和信息化政府委員會例會上，受俄羅斯聯邦政府總統委托，俄羅斯通信部、經濟發展部和科教部聯合起草了電信和信息技術領域創新發展方案。根據該方案，俄羅斯在 2015 年以前要將通信容量擴增 8 倍，通信綫路長度增加 3.5 倍。在 2015 年以前，必須將通信容量由現在的每秒 70Gb 增加至 570Gb，他強調，要優先建設光纖通信網絡，同時，要保障通信基礎設施發展，將通信綫路從當前的 17.2 萬公里增加到 61 萬公里。有關專家分析，通信基礎設施的建設將使俄羅斯國內光纖生產商獲得發展機遇。

(4) 巴西。巴西是南美人口最多、面積最大的國家，也是南美最大的電信市場。巴西電信市場較早引入了競爭機制，電信產業發展迅速，管理和運營水平相對較高，現已成為巴西吸收外資最多的產業之一。據巴西電信管理局統計，2006 年，巴西固定電話、移動電話和互聯網用戶數分別約為 5000 萬、1 億和 3000 萬，其用戶普及率分別為 27%、54% 和 16%。

(5) 南非。南非是非洲和中東地區營收規模最大的電信市場，更是非洲滲透率最高的市場之一。南非的電信行業非常發達，擁有非洲最大的電信運營網絡 (包括固定綫路、無綫通信、衛星通信和蜂窩式網絡)，在全球電信業中排名第 23 位。國內有大型的通信傳輸系統，并基本實現數字化。根據南非總統祖瑪提出的新措施將鼓勵通信企業大力推行纖維光纜的建設工程，

借助光纖光纜的技術優勢與傳輸效率進而提高全國的聯通性，促進南非通信事業向前發展。祖瑪還宣布將繼續推廣數字電視轉換計劃。這對於南非通信業是一個絕佳的發展機遇。南非的移動通信市場以每年 50% 的速度增長，呈現出強勁的發展勢頭。南非在全球移動通信市場發展最迅速的國家中位居第四。全球信息業巨頭均在南非設有分公司，如 IBM、Unisys、微軟、英特爾、思愛普、戴爾、Novell 和康柏等。

3. 金磚國家最具投資價值的行業

(1) 中國——世界工廠。製造業是中國現階段經濟高速增長的發動機，是推動國民經濟和社會信息化的基礎產業，是科技創新的重要載體，是勞動就業的主要部門。

中國製造業在改革開放 25 年間得到了快速的增長，動力來自于：強大的國內需求和國際產業的轉移。中國製造業在 GDP 裏面所占的比重一直都是比較高的，因為中國現在正處于工業化的中期，世界製造業的主要國家第一還是美國，第二是日本，中國在 2003 年超過了德國。中國製造業的構成分為三塊，一共是 17 個行業：第一塊有 5 個行業，主要是輕工業、紡織工業和日用品的製造，這大概占製造業的 30.24%；第二塊也是 5 個行業，主要是資源加工，包括石油化工、橡膠、非金屬、金屬冶煉，大概占 33%，是整個製造業產值增加值的三分之一；第三塊是機械、電子類製造業，這稍微多一點，比三分之一多一點大概是 35%。輕工業比三分之一略少，資源加工業三分之一，還有機電加工產品比三分之一多。總體來看，資源加工業生產的產品全部是用在國內，包括像鋼鐵、有色金屬、石油加工的產品，都是用于國內的。輕工業和機械、機電工業的產品大約是一半或者是少于一半是出口的，主要還是滿足內需。

(2) 印度——世界辦公室。軟件業是印度的支柱產業之一。班加羅爾號稱亞洲矽谷，實際上也名副其實。有代表性的有塔塔諮詢公司、infosys(英孚西斯)軟件公司等。很多軟件設計師是從美國矽谷留學回來的。總的來說，中國在硬件方面好些，印度在軟件方面好些。因此，中印兩國完全可以進行比較優勢的互補。

(3) 俄羅斯——世界加油站。俄羅斯自然資源十分豐富，種類多，儲量大，自給程度高。石油探明儲量 65 億噸，占世界探明儲量的 12-13%，居世界第二位。由于受 2008 年下半年的國際金融危機影響，2009 年俄羅斯國內生產總值略有下滑，國內生產總值為 39.016 萬億盧布（1 美元約合 30.4 盧布），實際相當于 2008 年國內生產總值的 92.1%。不過 2010 年油價飆漲，支持了俄羅斯經濟反彈回升。俄羅斯是世界石油輸出大國，石油出口占出口總值的 60%，因此油價飆升有利于帶動俄羅斯經濟與國民收入增長，并間接拉動俄羅斯對它國產品的需求。2010 年第二季度俄羅斯國內生產總值（GDP）較 2009 年同期增長 5.4%。

(4) 巴西——世界原料基地。2009 年中國對巴西的投資不到 1 億美元，而 2010 年則達到 120 億-130 億美元。主要是中化、中石化和中化勘探的到來，主要集中在能源、鐵礦石和初

級農產品等領域。這是不可逆轉的趨勢。另外，根據金磚國家峰會達成的協議，巴西在國際貿易當中將實行本幣結算。巴西的農產品、能源等領域也都充滿投資機遇。巴西女總統羅塞夫在金磚國家峰會期間曾表示：“我們會繼續向中國出口中國所需的大豆、鐵礦石和石油等商品。她特別提到希望同中國公司進行合資業務，從而製造出更加精良的產品，建立以創新和新領域為基礎的合作關係，比如納米技術，生物技術。中國在太陽能領域有很強的實力，這對於巴西很重要。巴西國內有大批生物燃料方面的專家，因此中巴可以建立技術和產業領域的合作。顯而易見，巴西在這諸多領域都是向中國企業開放的。

(5) 南非——世界黃金鑽石寶地。是金磚國家裏最小的一個，却是非洲最大經濟體和最具影響力的國家之一，其國內生產總值約占撒哈拉以南非洲國家經濟總量的三分之一，對地區經濟發展起到了重要的引領作用。南非礦產量占非洲的 45%，購買力占到 50%。此外，南非工業生產的增長率也遠遠高于其他新興市場的平均水平。其礦產資源首屈一指，有著巨大的投資利益。南非是資源大國。資料顯示，南非是非洲最大的能源生產國和消費國，也是最大的黃金、鉑和鈹生產國，在世界市場的地位不容忽視。南非礦產資源非常豐富，尤其是中國短缺和嚴重短缺的鐵、錳、鉻、鉑族金屬、金剛石、銻、鉛、鎳等礦產特別豐富，并在世界上占有重要位置，與中國具有很強的互補性。

展望未來，金磚國家經濟增長在未來很長一段時間內都將持續超越發達市場，金磚國家的證券市場將吸引越來越多的投資資金的關注；金磚國家 50 指數中石油天然氣的權重為 33.24%，原材料 16.32%。兩個行業的權重接近 50%。

總之，金磚國家經濟表現十分強勁，吸引著全球投資者的目光。期待著更多的慧眼去發現那裏的投資價值。金磚國家的經濟仍會維持一段長時間的高增長。在這個大趨勢下，金磚國家的股市和貨幣都應該有理想表現。為人們今後的投資方向打開了遐想的空間。