



中国社会科学院金融研究所

金融论坛

2007年第32期(总第188期)

2007年8月24日

在中国经济50人田横岛论坛上的发言(四)*

中国社会科学院金融研究所 李扬

六、资本市场发展

在今后中国金融发展中，资本市场必须要有更大的发展，这可能已经没有什么疑问了。但是，要发展资本市场，我们就必须容忍、在一定程度上还须鼓励资金从银行体系向市场流动，即容忍并鼓励“脱媒”现象发生。对此，我们应有充分的思想准备。在这方面，我们千万不能像一些人最近所表现出的那样，看到居民储蓄存款增速下降或绝对额减少，就惊呼“猛虎出笼”，犯下“叶公好龙”的毛病。从内

*本文根据李扬所长7月28日在“中国经济50人田横岛论坛”上的发言整理。

容上说，股票市场应当进一步完善，债券市场应当受到更大的重视，应当促进货币类（汇率）产品市场的开发；在原生金融产品充分发展的基础上，加快金融衍生产品市场的发展，等等，都是急切需要做的工作。

在我看来，发展中国资本市场，更有一些理念性、方向性的问题需要强调。

其一，在发展机制上，应当尽快从迄今为止的监管当局驱动和主要依靠行政手段推动的格局中脱离出来，发挥广大企业、金融机构和居民的主观能动性，并着实依靠市场机制来求发展。要做到这一点，我们显然需要进一步放松管制，更彻底地实行金融业的对内开放。

其二，资本市场发展应当致力于服务实体经济。股票市场为企业服务似乎问题不大，但是，我们的债券市场的服务对象却大有问题。中国的债券市场，如果把央票、短期融资券都算在内，其规模在近年来增长很快。但是，这个市场存在着严重的缺陷，主要表现就是：市场上与企业相关的债券，与居民相关的债券，与实体经济活动相关的债券比重太低。目前我们市场上充斥的都是金融类债券。出现的情况是，A 银行发行 B 银行买，商业银行发行政策性银行买，证券公司发行商业银行买，中央银行发行商业银行买，如此等等，转来转去，资金只在各类金融机构中间移转，很少落到实体经济和微观经济主体中去。须知，金融是为经济服务的，金融产品不为实体经济服务，不和实体经济相关联，它就很可能是泡沫，据以形成的价格及其走势就很可能不反映市场的真实情况。在这种格局下，货币当局的很多调控手段，特别是利率的调整，很可能就只产生分配效应，造成这样一些买卖债券的金融机构的收入此涨彼消，对实体经济的影响甚微。应当说，这也是近年来我国货币政策效力有所弱化的原因之一。

其三，调整服务对象。迄今为止，我国的资本市场主要是服务于大企业的，中小企业基本上被排除在外；股票市场如此，债券市场更

是如此。在今后的发展中，改变这种格局，是一项重要任务。小企业融资难，包括债务性融资困难，更包括股权性融资困难。因此，在未来的发展中，我国应大力鼓励各类投资者的创业活动，应当大力发展私人投资市场，同时，为了提高市场的流动性，应建立为中小企业筹集和交易股权资本的交易体系。其中，允许最原始的股权交易市场运做，建立以报价驱动为运行机制、以专业化投资中介机构为中心的场外交易体系和产权交易体系，是急需开展的制度创新。

其四，致力于建立统一市场。中国债券市场的总体规模本就很小，但就是这个小规模的市场，还被分割为交易所市场、银行间市场和柜台市场，而且三个市场关联很少。这也是造成市场低效率的原因之一。客观地说，市场分割的问题早就被人们所认识。但是，由于中国的市场分割事实上是因监管当局互不协调、争当“老大”造成的，所以，市场统一问题久久得不到解决。现在看来，要想由哪个市场来一统天下并不现实。因为，任何改革都有所谓的“路径依赖”，都有其制度背景并牵涉到既得利益。不承认这个现实，改革难以实际推进。所以，力促各个市场统一互连可能是改革的方向。我们不仅需要让投资者比较自由地进入各类市场，形成投资者的统一，还须允许相同的产品在不同市场中发行和交易，这就有了品种和市场交易的沟通。进一步，再加上托管、清算机制的一体化，我国金融市场统一的目标，就可能容易实现。

其五，发展多层次资本市场。除了继续巩固现有以交易所、银行间市场、柜台交易为中心，以指令驱动为主要机制的市场体系之外，下一步的重点是要发展以报价驱动为基础、以投资银行为中心、以场外交易为主要方式的多层次市场。那种主要以规模来划分市场层次的理念，必须摒弃。

其六，转变调控理念。要使中国资本市场健康发展，我们必须从根本上摒弃调控金融产品价格特别是调控股票价格的想法，让市场机

制充分发挥作用。2007 年以来，我国股票价格上涨较快。这不仅引发了人们对市场泡沫的担心，而且激发了希望当局调控股票价格的动议。这些说法和想法，都植根于对金融市场运作规律的片面认识。观察世界各国股票市场价格的走势，我们必须承认，大上大下，剧烈波动，是这个市场的常态。如果说中国的股市不规范，不足以作为分析的对象，那么，看看美国的股市走势，情况也基本相同。从上个世纪 80 年代末期开始，美国股市至少经历了两次剧烈波动，而且，若就波动幅度而言，哪一次似乎都不比我国股市逊色，甚至堪与美国 29 ~ 33 年的大萧条相比。这就提出了一个认识股市走势常态的问题。前几年我到哥伦比亚大学做访问研究。进入商学院，入目而来的是贴在墙上的一张其大无比的图。图上画了两条曲线，一条是 GDP 的增长，另一条是道琼斯指数走势。观察这张图可以得到三个印象。首先，就大趋势而言，两条曲线拟合的十分完美。这意味着，股市充分反映了国民经济的发展变化，两者是共同成长的。其次，就某一时段而言，道指同 GDP 的走势并不完全一致；时段越短，两者的差异越大，有时甚至背道而驰。这表明，所谓股市是国民经济的晴雨表，只能在长程中才能观察到。再次，GDP 的增长曲线比较平滑，而道指走势却大上大下，波幅极大。这表明，股市就是以相当夸张的涨涨跌跌来支持国民经济发展的。描述这一事实，旨在说明，那种希望股指像经济增长那样平稳上涨的想法是不切实际的，而人为“调控”股指，则更是违反了市场规律。那么，这是否意味着监管当局就可以听任市场完全自由地发展呢？不是。在我看来，当局针对股市所要做的事情主要归结为两类。一类是加强监管。应切实保证证券发行者的信息透明、公开、及时、全面，以便投资者进行有效选择；严格禁止内幕交易，确保交易公平、公正；保护投资者利益，严厉打击各种侵害投资者利益的行为。另一类是严格禁止银行信贷资金违规进入股市，严防货币印刷机同资本市场特别是同股市联系起来。就此，我们不妨还是看一看美国

的事例。如所周知，上个世纪 30 年代美国发生了大危机，股市下泻，造成银行倒闭，最终引致经济长期衰退。其中最主要的原因，是银行利用企业和居民的存款进入股市炒做。同样在上个世纪 80 年代末和 90 年代末，美国又发生了股灾。前已述及，若用股指下跌幅度来衡量，这两次股灾比 30 年代有过之而无不及。但是，在这两次股灾中，美国的银行体系未受影响，经济也比较平稳，社会更无动荡。其原因何在？关键在于，从 30 年代中期开始，美国实行了严格的银行和证券市场分业管理和分业经营的体制；90 年代虽然废止了格拉斯-斯蒂格尔法，但股市同银行信贷之间的防火墙则依然牢固地树立着。这些结果的差异告诉我们：防止股市暴涨暴跌，恐怕是一个难以实现的目标，因为涨涨跌跌正是股市的本性所在；而防止股市的涨跌影响银行体系的正常运转，防止股市的动荡向实体经济传染，则是应当做而且可能做到的。因此，监管当局关注的重点，应该是在股市同银行信贷之间筑就严格的防火墙，由以保证银行市场的稳定，确保实体经济的运行不受影响。

(全文完)

主 办： 中国社会科学院金融研究所

主 编： 李 扬

副 主 编： 王国刚

联 系 人： 刘戈平

电 话： 010-85195338

电子信箱： ifb@cass.org.cn