

演讲 NO: 2018 年 1 月

中国需要怎样的资本市场？

李扬

时间：2018-01-20 来源：新华网

演讲背景:源于上世纪中国今天就规模而言，股市是世界第二，债市是世界第三，可以说我们已经是资本大国。然而我们不是说要这个大，因为它是市场经济一个不可或缺的组成部分，我们希望它对于经济的发展产生积极的促进作用。

但是很遗憾，我国在这方面还有所欠缺。有一句教科书上都会有话，叫做“股市是国民经济的晴雨表”。但是你只要看一看走势，简单想一想，你就知道它不是晴雨表。在经济好的时候可能长期低迷，在经济不好的时候，也可能会冲得很高。

我们希望资本市场能够提供一个管理风险的新机制。资本市场是多功能的，我们在微观上希望资本市场提供一个机制，促进企业改革，提高和完善公司治理机制，但是仔细看一看，实际情况却是上市公司问题较多，资本市场并没有助力改善企业的治理机制。

现在谈得非常集中的金融问题是杠杆率问题。我今天只是提出一些题目，希望能够引起讨论。我们要看到问题究竟是什么？

演讲内容

问题一：政策市

中国股市一开始设计的时候怀着一种家国情怀：我们要建设市场经济，其中必须有资本市场这一个要件。但是初期我们把一个东西忽略了，那就是资本市场是一个提高效率的机制，这个认识必须有。

这个问题有一个延伸性的结果就是，我们在观察、评价、调控股市的时候，现在基本上以股指为唯一标的。融资额、交易量、股价、总市值，那是我们经常关注的事情，但是几乎没有人关注这个事情是不是很好地发挥了它提高资源配置效率的功能。所以在股市的调控中，股价都成为了唯一的风向标，这个其实是最不应该调的东西。

股价只是很多综合性、基础性问题的结果，我们就这个结果进行调控，而不讨论这个结果产生的基础、体制和机制，应当说是隔靴搔痒。

问题二：资金市

如果我们把股市变成资金的问题就又偏了。股市动态既然不能反映经济的走势，就会受到资金、规模及其流向的强烈影响。所以历次的股市震荡，无非就是资金游戏。

我们应当很清楚地看到，中国股市从来不缺钱，缺机制。正是因为把股市认为就是钱的问题，我认为 IPO 不能停，坚持下来就行了，堰塞湖基本上就没有了。所以股市不是资金的问题，应当还是机制的问题。

问题三：监管套利

股市既然作为市场机制的一个部分，它当然和金融的其他部分以及实体经济是密切关联的。搞得不好就会有监管套利，而恰恰我们现在的监管架构给了监管套利太多的机会。我们看金融创新不断深化，数字金融蓬勃发展，产品花样翻新，而金融监管却很不适应。

把印钞机和股市价连在一起，仔细分析就能看到，中国现在杠杆率居高不下，加杠杆的因素之一就是股市的偏颇。

问题四：缺乏应对突发事件预案

以 2015 年的情况为例，那种到最后金融系统自身没有能力来处置，于是就借助了其他非经济的力量来进行处理，应当说是资本市场的悲哀。

下一步怎么办？必须确立一个原则：符合国情。

我们回顾一下，在五六年前我和吴晓求有一个争论，我说中国无论怎样都不可能成为美国，因此，美国的模式就要再三思虑，考虑什么东西能适合我们。现在我重申这个看法，市场经济也不是一个样貌，资本市场更不是一个样貌。你要看看今天的德国，德国的资本市场比我们的规模相对要小。但是德国是一个制造业强国，而这个制造业强国是我们追求的，我们希望我们成为那样一个国家。所以关于中国发展怎样的资本市场问题，需要重新考虑，不能盲目跟风。

那么，我们要怎么做？

1、确认以间接融资为主，散户为前提

我们之前说我们要像美国那样，间接融资超过直接融资，或者直接融资发挥更大的作用。我想说的是，间接融资为主，资本市场上散户投资为主，可能就是我们的基本国情。

我们现在的机构有一个这样的机制：通过高收入吸引了很多散户，第二年如果没有那么高收入，散户立刻鸟兽散。这就是中国股市的散户文化。所以间接融资为主，散户为主，我们必须在这个前提下发展资本市场。

2、重资本形成而非只重资本交易

重资本形成，不要只重资本交易。我们都知道，最早期发展债券期货交易的时候，当时我们的直接目的就是先搞交易，用交易来倒推发行，也就是说想用二级市场来促进一级市场的成长。

现在看起来，一级市场在前，二级市场在后恐怕是不可逾越的规律。再具体到资本市场来说，这个规律就是资本形成在前，资本交易在后。如果不能做到有效的资本形成，这个市场很可能就是一个炒作的泡沫市场。

3、中国需要发展“草根”资本市场

另外我们想强调的是，现在中国需要发展草根资本市场。中国的结构从A股到中小板，到新三板是一个倒金字塔，倒金字塔结构是不稳定的。发达经济体，像美国、德国、日本等，它们的结构是正金字塔。

构成金字塔结构最基础的部分，是大量的不甚规范的资本形成的

机制，这正是我们所缺乏的。所以发展多层次资本市场，要把目光放在“草根”上，而且对于一些可能不太规范的资本形成的事情给予宽容。否则的话，这个倒金字塔可能会长期持续，导致市场的不稳定。我们要肯定，在正规的体系内，市场应强化配置资源、完善公司治理机制，发现价值和管理风险功能。

我们再次对于 IPO 给予一个评价，我们觉得 IPO 的大门始终敞开，是恢复股市正常功能的良治。

4、保护投资者

我们讨论来讨论去，只见物不见人。我们在共同富裕的道路上一个不能少，扶贫路上一个不能丢，把人的因素凸显出来。我们的经济要恢复它为人的本质，资本市场要恢复它为人的本质。具体的体现是保护投资者，尤其是保护中小投资者。多少人在没有办法应对股市局面时欲哭无泪，因为这个市场不能较好地保护中小投资者。所以我们实施各种各样的信息披露制度、加强监管等，都是题中应有之义。落实十八届三中全会的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，改变审批为主的监管架构也是势在必行了。

5、降低市场“赌性”

针对市场呈现出的“赌性”，我们当然有很多措施，其中一个很重要的措施是一定要严格要求上市公司现金分红。因为只有现金分红之后，股票才不是炒的，是持有的。你只持有意味着你不可能获得资本收益，只有靠炒作股票，才能够获得股票投资收益，这就是炒股的

原因。对于中国这样一个国家来说，一定要让这个股票是用来持有，稳定地获得资产收益，而不是用来炒，我觉得要确立这样一个非常明确的方向。现今，由于不能持续从上市公司的经营中获得正常利润，投资者便只能寄望于股价炒作带来的资本溢价。

6、法制严密，有效监管

在监管方面应当说已经采取了措施，我归纳一下：

要尽快完善金融立法，成立一个行政的协调机构，国务院金融稳定发展委员会应运而生，它有五大功能，有待于今后逐渐地向我们展示。

对于监管机构来说，要纠正定位偏差，你的工作就是监管，不是做大做强，不是发展。

最后我想强调，要于法有据，很多事情就这么做了，法的根据在哪里？这个市场关系千家万户，关系到我们经济所有的细胞和神经。你如果在这个过程中不能体现法的精神，那么法治是很难完善起来的。所以，各个部门要以守法、可信、可靠和有效为自己的标准。否则，资本市场就很难承担党中央赋予我们的艰巨任务。