

资本市场与中国经济的 关键十年（二）

■ 祁斌



祁斌，中国证监会研究中心主任，北京证券期货研究院执行院长。

美国的竞争力

从国家竞争力来说，美国最大的三个比较优势是什么？我们今天也是全球第二了，可以平心静气地来分析美国还有什么强大的地方。第一应该算是美国的军事，美国的航母数量是世界第一，后面十几个国家加在一起也没有美国多；第二应该是美国的高科技，过去三十年人类社会的所有高科技产业都从美国兴起，在可预见的未来，可能情况依然如此；第三是美国的金融。我们仔细一想，美国的第一和第二项优势都依托于金融。为什么？美国最大的军工企业都是上市公司，1939年，日本偷袭了珍珠港，美国仅有的三艘航母侥幸逃脱。1940年，美国有多少艘航母？50艘。哪来的？上市公司造的。美国高科技产业的强大也源于美国的资本市场。我们在美国留学时，发现任何一门课上，只要沾点数理化的边，如果有中国人在班里，第一名一般都是中国人，如果班里实在没有中国人了，第一名往往是印度人。中国人这么聪明，但过去三十年所有的高科技产业都在美国兴起，主要是硅谷，为什么？因为美国的市场经济体制比较健全，资本市场比较强大，资本市场牵引和推动了科技产业的发展，而事实上，无论是PC，还是互联网，无论是苹果，还是脸谱，美国的高科技产业都是依托于风险投资和资本市场发展起来的，无一例外。

资本市场与大国崛起

而与此同时，美国的金融几乎自成一个帝国，长不过500米的华尔街以及其象征的美国资本市场中，其股市的市值与GDP的比重大致为130%，债市规模大致是股市的两倍。此外还有世界上最大的商品期货和金融衍生品市场，支撑着世界上第一大经济体迅速从危机中复苏过来，也使得早已进入成熟阶段的美国至今还保持着强大的活力，并将美国经济的影响力传导到世界的各个角落。2013年7月，美联储退出量化宽松的风声一出，印度和印度尼西亚的外汇和股票市场应声崩溃。多年前，我曾译过一本书，《伟大的博弈——华尔街金融帝国的崛起》，试图揭示美国崛起背后的资本力量，我们从中可以清晰地看到，

在美国崛起的每一个阶段，运河修建、铁路筑造、重工业化、高科技浪潮的背后都离不开资本的推手。

资本市场与大国崛起息息相关。我们应该擅用资本之手推动经济转型和大国崛起。

下面我想简单谈几个方面的体会，一是中国经济处在怎样的阶段，二是资本市场怎样服务于中国经济的转型和发展，三是资本市场下一步改革发展的重点领域。

中国奇迹源于不断推进市场化改革

中国经济在过去三十年中实现的成就是毋庸置疑的。我们目力所及的任何产品，电视、冰箱、洗衣机、汽车等等，中国的产量都是全球第一。给我印象最深刻的是汽车。二十年前，我出国留学的时候，当时对中国人来说，拥有一辆汽车是不可企及的梦想，但是我们刚到美国，读书的地方非常寒冷，也非常偏僻，到哪里去都需要开车。结果我还真是很快买了一辆车，而且只花了 50 美元，怎么回事呢？一位美国教授想扔掉他的旧车，找一个拖车公司需要花 50 块钱，他就给学生们发了个邮件，说谁给他 50 块钱就可以把车拿走，我第一个去，就买到了这辆车，有点老，克莱斯勒，修车花了 150 块钱，但是还不错，开了两三年。

最近我有机会去了一趟贵州，发现贵阳街头堵车十分严重，而且满街全是新车，中国人不买二手车。我非常感慨，一个边陲城市，当然现在也是大城市了，都开始摇号、限号，这个变化是不可思议的。我想这个变化的背后最核心的推手还是市场化，我们从农业市场化包产到户开始，扩展到轻工业、重工业，每一轮市场化都释放了无限的潜力。农业市场化的结果是，三十年以前我们大都吃不饱饭，今天的中国恨不得有一半人在想着怎么减肥，同样一片土地，市场化进程带来的变化是不可思议的。

未来增长新动力来自于进一步市场化

但是，三十年之后的中国经济进入了一个新的发展阶段，增速放缓成为一个新的挑战。我们的 GDP 增速从 2010 年的 12% 一路下降，到 2013 年大概是 7.5%~7.6%。速度放缓是必然的，就像每个人的生命周期一样，年轻的时候火力比较壮，到了中年以后就需要多加注意了，但中国经济需要保持一定的速度。厉以宁老师出了一本新书《中国经济双重转型之路》，讲到中国经济从计划经济向市场经济转型，同时也从农业经济向工业经济转型，世界上分别经历这样两个转型的国家很多，但是同时转型的可能只有中国一个，具有特殊的复杂性。再加



厉以宁



《中国经济双重转型之路》



2013年马来西亚万人集会抗议不公平选举

上中国有着世界上最多的人口，社会、地理和文化的多元性等因素，没有一定的增长速度可能很难满足社会各种需求和保持稳定。但如果我们只是简单化地保增长，一个是印钱，这个方法的弊端是有可能带来通胀，一个是大规模刺激计划，会带来巨大的后遗症，延缓转型，这个大家都有共识。所以，中国经济的政策目标，要在三个方向找到平衡，即保增长、抑通胀、促转型。

最好的办法，是能够兼顾三者，就是中央提出来的方针政策，拒绝短期经济刺激计划，构建统一规范的市场体系，消除壁垒，推动经济可持续增长。也就是说，改革的目标已经非常明确，市场化的步伐将迈向新的领域，教育、医疗、土地，尤其是金融，释放出新的生产力，为走入瓶颈期的中国经济注入新的活力和动力。当然改革需要一定的时间才能显现出效果，同时，改革也需要设计深层次的激励机制，让改革变成可持续，当然这些是下一步需要推进的任务。

中国经济的关键十年

从中国经济的中长期展望来看，2010~2020年之间是一个非常重要的区间。2010年的时候，我们曾做过一个匡算，当时中国人均GDP是4300美元，如果按照“十二五”规划最低的要求，每年7%的

增长速度，加上人民币一定的升值预期，中国经济在2020年有望达到人均一万美元。这两个数字都是非常具有标志性的，因为人均三四千美元在国际上通常被称为中等收入陷阱的门槛，人均一万美元意味着走出中等收入陷阱，同时中国经济的总量有望赶上和超越美国。

阿根廷是个著名的陷入中等收入陷阱的国家，1913年的阿根廷，人均GDP和美国相当，都是大致4000美元左右，迈入了中等收入国家的序列，同属于当时的发达国家。而且阿根廷资源丰富，人均耕地面积是美国的2.7倍，一百年下来，美国人均GDP是四万八千美元，而至今未能完全走出中等收入陷阱的阿根廷仍是南美最贫穷的国家之一。近日，阿根廷通胀率又飙升到了25%，货币加速贬值，阿根廷人举国上下在忙着兑换美元，囤积货物。

突破中等收入陷阱会是什么情况？社会将更加富足，社会的缓冲区将更深，社会承受力将更大，社会也生长出很多新的机制，如自我和解。例如，马来西亚在中等收入陷阱中徘徊了20多年，去年年底人均GDP达到10240美元。2013年，这个算是刚刚走出中等收入陷阱的国家接受了一次不大不小的挑战，经历了史上最激烈的大选，华人支持的反对党和以马来人为主的执政党为选举的公正性剑拔弩张，吉隆坡街头游行示威接连不断，历史上发

生过多次流血事件的两大民族再一次陷入了严重的对峙，但两周以后悄然和解。

中国社会近年有不少城管驱赶小贩、小贩拔刀相向的不幸事件，看了不少跟踪报道，非常感慨。小贩大都是社会最底层，而城管其实也是社会最底层，大家狭路相逢，分外眼红。我们好像很少听到一个煤老板跑过去把另外一个煤老板捅死了，为什么？他要失去的太多了。当然，中等收入陷阱的理论不能简单地套用到每个国家，我们更不能以单个经济学指标来衡量社会的发展水平。但总体来说，同等人均 GDP 的国家和地区形态还是比较相似的，中等收入陷阱的挑战也是观察了几十个国家的经验教训而得到的规律，值得我们参考和借鉴。

所以我想中国经济的这一个十年，是一个关乎中国崛起的关键十年，如果我们能够在这十年推进改革，保持稳定，保持增长，我们有望在 2020 年前后超越中等收入陷阱阶段，尽管此后仍然会出现新的挑战，但中国社会将有机会进入一个新的形态和发展阶段。

我们应加快金融改革和资本市场发展步伐，为中国顺利跨越这关键的十年提供动力和保障。

华尔街唱空中国折射出我国金融结构失衡

这十年中当然我们也会不断遇到挑战。大家都知道，近年来华尔街唱空中国的声音此起彼伏。对此我们应该抱有非常客观和理性的态度，首先要正视这些言论中涉及的一些问题，但同时也不必惊慌。从 1998 年的中国崩溃论开始，这些论调我们已经听到过不少，近年来更是几乎每年一次甚至两次。而要使这些唱空的论调真正落空，唯一的办法是要推进改革，解决问题。当然，解决了一些问题，还会不断有新的问题冒出来，这也是必然的，因为你要前进，就会有新的挑战，就像你爬山，越往上，越疲劳，空气也越稀薄，但离目标也越来越近了。

本轮唱空中国的矛头指向了五个方面，第一是房地产泡沫、第二是政府融资平台，第三是潜在不良贷款，第四是影子银行，第五是企业高负债。这五个问题也是中国社会在过去半年中广泛讨论的五

个问题，我们发现这些问题有两个特点，第一它们相互关联、相互缠绕，第二它们都指向了中国金融体系的最大弊病：结构失衡。

化解中国经济金融风险的根本出路 在于调整金融结构

我们最近做了一个研究，研究了各个主要国家的金融结构情况，结果很不容乐观。过去 20 年中，全球的主要国家，就是 G20 这些国家，一类是发达国家，一类是发展中国家，其中发达国家的直接融资比重，就是广义口径的，包括国债、公司债、股票，从二十年前的 60% 左右现在已经增长到 70%，其中美国最高，82%。即便原来传统的以商业银行为主导的日本和德国也达到了 70% 多。而发展中国家从二十年前的 40% 左右一路上升，今天已经达到平均 66%，而我们今天是 42%。当然一个国家的金融结构应该跟它的发展阶段、金融社会形态相匹配，无论怎么讲，我们直接融资的比例不仅远远低于发达国家，而且也低于人均 GDP 比我们低很多的发展中国家，像印度、印度尼西亚等。更加不乐观的是，过去五六年中，我们发现直接融资比重在一路下降。这里有一个客观因素，比如中国股市泡沫 2006、2007 年达到顶峰以后走上下行的通道。另外一个重要原因是因为有一个 2008 年金融危机，所以我们有四万亿的刺激计划，也是客观情况，同时银行跟贷了十几万亿，进一步膨胀了银行的资产负债表。

我想这么一个趋势如果延续下去，对中国经济和金融的风险是毋庸置疑的，因为这会使得中国的金融资源越来越多地通过相对非市场化、或者相对行政化的资源配置方式进行配置，对中国经济来说是非常危险的，对银行本身来说，更是“生命不能承受之重”。因此，化解中国经济金融风险的根本出路在于调整金融结构。我们金融改革的首要目标，是要推动我国的金融结构在未来 3~5 年或者 5~10 年之间发生根本性、趋势性的变化。☞

（本文根据作者 2013 年 12 月 1 日参加北京“全球 PE 论坛”的发言和 12 月 6 日在清华大学所做《三中全会后的资本市场》的讲座内容整理而成）