

资本市场与中国经济的 关键十年（四）

■ 祁斌

美国经济的巨大成功源于养老金、资本市场和高科技三者的结合

特别需要注意的是，美国庞大的第二支柱，支撑了美国养老体系的半壁以上江山，这些资金来源于哪里？一方面通过不断积累，另一方面，更重要的是通过投资才获得了巨大的资金增长。在1984-2008年之间，平均每个美国企业雇员持有的401K计划养老金资产规模翻了5倍左右，使得美国第二支柱在养老金体系中的比重从不到20%，上升到了53%。

养老金投资必须由专业团队运营，而且要进行组合投资，投资于股票、债券等多种金融产品，当然股权类投资是最重要的组成部分之一。例如美国的401K计划投资于国内和国际股票、VC、PE等股权类产品的比例高达60%，从而推动了美国上个世纪八十年代后的经济繁荣和高科技产业崛起。应该说，美国二十世纪最后的30年创造了一个经济奇迹，其中的三个最重要的组成部分是养老金参与资本市场、资本市场实现长周期成长和新兴产业不断涌现，三者是相辅相成、互为因果的关系。

401K计划的一部分投向了VC、PE行业，这个比例大致为2%，并因此进入了硅谷，加上民间资金的参与，为大量创新创业型中小企业提供了资本金，带动了随后30年的高科技浪潮，其放大效应是不可小觑的。所以我们也希望中国的VC、PE界同仁能够做类似的事情，为年轻的中国创业者提供支持，也为中国经济未来的新兴产业播种优良的种子。

同时，健全的养老体系还对于我们调整经济结构大有裨益。我们国家几乎是全世界储蓄率最高的国家，2011年世界各国国内储蓄和GDP的比重平均为24%，而我国为53%，只有养老体系健全了，老百姓才更敢花钱，我们才能真正从出口导向转向内需拉动的发展模式。

城镇化融资和地方债务问题的出路是市政债

另外一个全社会热衷讨论的话题是城镇化。对于中国的城镇化率，大家的看法不一，但不论有多少个百分点的空间可以提高，一个百分点都对应着一万亿的基础设施融资需求，怎么解决这些融资需求？我们知道靠卖地难以为继，靠税收也远远不够。而地方融资平台问题重重，不同来源的资金混合使用，资金来源和用途不匹配，举债没有约束机制，还债没有压力。正确的答案有两个，第一，推动市政债，为地方政府提供一个



祁斌，中国证监会创新业务监管部主任，中国证监会研究中心主任，北京证券期货研究院执行院长。

市场化的融资机制，也增强对于各个地方政府的约束；第二推动企业资产证券化。

中国经济的国际化需要大量的金融服务，中国的企业走到国际市场，需要搜集信息，需要知道怎么定价，需要和国际对手进行谈判。中国经济国际化的程度已经很高，每年有上万家企业试图参与国外的并购，但做成的大概只有几百家，为什么？因为严重缺乏金融服务，他们到了海外很多都是“两眼一抹黑”。所以也希望金融机构在这方面能有更多的努力，服务于中国经济的国际化进程，也有机会成长为中国的高盛和美林，成为真正的国际投行。

注册制的本质是使股票发行过程更加制度化、透明化和可预测

简单总结一下，我们推动资本市场发展的重要举措，首先是健全多层次资本市场体系，为中国经济中多元化的主体提供多元化的服务；第二是简政放权，推动股票注册制改革。股票发行注册制改革是个标志性的事件，它的本质是股票发行过程更加制度化、透明化和可预测。同时，注册制改革本质上也是政府和市场关系的再调整。随着监管部门的简政放权，市场的自我调节和供需的自我平衡机制也将尽快建立起来。

动员长期资金参与资本市场

第三还是要大力发展各类机构投资者，推动养老体系改革与资本市场发展良性互动，这是全世界发展的规律。一些市场人士担心注册制改革后市场会不会供给失衡。一方面，随着管制放松，市场的自我平衡机制会发挥作用，另一方面，要加快各类机构投资者尤其是长期机构投资者的建设，动员长期资金参与资本市场。就像前面提到，中国社会现

在有大量的富余财富，各类存款已逾百万亿元，个人存款接近50万亿元，注册制的改革和资本市场新鲜血液的注入，会激活和动员这些长期资金参与资本市场，分享中国经济转型的成功，也将为市场的长期稳健发展提供支撑，而这一对接过程，客观上也能加快中国经济的现代化进程。

对外开放的结果将是我们更强大

第四，要加快对外开放步伐，以开放促改革。有一次，一位北京市的老领导跟我一起走过金融街，他问了我一个问题：金融街缺点什么？我说一下看不出来，他说你看是不是缺点外国人？我看了一下，确实是。后来我在浦东也注意看了一下，浦东作为我们国家推动建设的国际金融中心好像也缺一点外国人，当然，并不是我们一定街上要有很多外国人，但这也从一个方面折射了我们国家资本市场和金融体系的国际化程度，可能还有提高的空间。事实上，我们的QFII（合格境外机构投资者）制度搞了十年，外资在我们资本市场的比例还只有不到2%，但一般的新兴国家如韩国、印度、巴西都在20~30%。对外开放会给我们一些压力，有时候也不太舒服，我们不得不对自己提出更高的要求，但结果是很好，大家的形象都提高了。

同时，在对外开放的过程中我们要有信心，对谁有信心？对我们自己。对外开放中一个最大的不对称，就是中国人学习外国人的东西，比外国人学习中国的东西快得多。我们最开放的产业——家电，早已是全球第一了，我们最严加保护的产业——汽车，至今没有一个像样的民族品牌，满街跑的全是外国品牌。在金融方面，无论是保险业、银行业、还是基金业，对外开放的过程中都是我们越来越强大，也证明了这一点。



保护中小投资者的本质是保护市场的公平正义

第五，我们在推动市场化改革的同时必须要加强监管，特别是要保护投资者，尤其是中小投资者。证监会主席肖钢有两句非常著名的话：“保护投资者就是保护资本市场”，“保护小投资者就是保护所有投资者”。达到了一个哲学性、理念性的高度，是对社会的一个宣示。保护投资者尤其是中小投资者，本质是保护市场的公平正义。任何投资者，不论是专业投资者，还是个体投资者，不论是大型投资者，还是中小投资者，在市场的知情权、参与权、监督权等基本权利方面应该是平等的。同时我们还要防范金融风险，确保不发生系统性、区域性风险。

经济转型的草根力量

最后，我想再讲一次车库咖啡的故事。我第一次去车库咖啡的时候是2012年的年初，后来在不同的场合介绍过他们的故事。车库咖啡最开始是一个美国记者发现的，后来他在《华盛顿邮报》发了一篇文章，说中国现在很不得了，每年发表大量的科学论文，每年申请大量的专利，数量已经仅次于美国，而且很快要超过美国。这篇文章的题目叫《美国人应该真正害怕中国什么》，他说美国同胞们，这些论文和专利你们大不必太害怕，里面有相当一部分是作假和剽窃的，中国真正让人害怕的是像这样的咖啡屋，每天有几十个团队过来创业，有很多天使投资者前来投资，这才是最可怕的。

记者写东西可能有点夸张，但是他讲了一个非常深刻的道理，过去30年，美国高科技独步天下，最核心的还是因为VC、PE行业非常活跃，资本市场非常发达，资本和科技实现了无缝对接，才会不断有高科技产业崛起，而且一直领先于全球。车库咖啡的店主最近出了一本书，还是人民出版社出版的，那个小伙子说，人民出版社以前都是给领导人出书的，现在居然还给我们出书。我也去参加了在他们咖啡馆搞的新书发布会，我说每个时代都有自己的具象，比如60年代学雷锋，雷锋就是一个具象，石油工人王进喜，知识青年邢燕子，都是时代的具象。我想，某种意义上，车库咖啡就是我们这个时

代的一个具象，它虽然是一个很小的场所，里面并不是说所有行业都能覆盖到，但是它代表了中国经济转型的草根力量。

中国的微软和苹果

30年以前，有两个年轻人走出校园，开始创业，一个叫比尔·盖茨，一个叫乔布斯，30年后美国有了微软和苹果。今天中国这么多年轻人走出校园，开始创业，30年之后，中国会不会有中国的苹果和微软？我想一定会有的。应该要有信心，而且或许不需要30年。2013年年初我去小米手机进行调研，看了以后非常感慨。我们无意去对比苹果和小米手机的质量，但有一组数据是很令人震撼的。苹果从诞生到实现20亿美元的销售额，花了10年，脸谱花了7年，谷歌花了6年，而小米从诞生到实现120亿人民币的销售额，只花了2年。只有在中国，在这么一个发展阶段，才有这么巨大的市场，13亿人轰轰烈烈地走进了中等收入序列，迈向全面建设小康社会的道路，这样一个历史的时间窗口，这一切才成为可能。我有时想，任何人，如果有一点点比较优势，在中国的任何细分领域，能做到前一百位、两百位，就一定是亿万富翁，如果他能与资本市场结合，那么他会有更大的机会。

我们资本市场的改革发展，目标就是更好地服务于这些草根的力量，让他们有机会成长为参天大树，成长为中国的苹果和微软，这也就是中国经济崛起的进程。

我最近学习三中全会《公报》和《决定》，印象最深的一句话就是总书记在三中全会闭幕的时候讲的一句话，他说我们从未像今天这样更接近实现中华民族伟大复兴的目标。我想这句话准确地把握了我们这个时代的脉搏，也指明了我们所有人在这个历史阶段的工作任务。我想我们大家应该共同努力，为实现这么一个伟大目标做出我们应有的贡献。

（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）