

# 资本市场与中国经济的 关键十年（三）

■ 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。

## 打通两个“堰塞湖”，释放新的生产力

那么，我们有没有机会呢？我想机会应该很多。因为我们有一个以前没有的条件，就是中国社会现在比较有钱。中国人均 GDP 在 1979 ~ 2009 年的 30 年中增长了 178 倍，但与人均储蓄增长的倍数相比，就显得不是那么起眼了。中国人均储蓄在这 30 年的增长倍数是 1619 倍。中国社会积累了大量的财富，某种意义上讲，财富的积累速度超过了经济增长的速度。这么多资金，有一个大问题就是找不到出路，找不到良好的投资渠道，就变成中国社会著名的资金堰塞湖。

与此同时中国社会还有一个奇异的现象，就是中国的中小企业数量众多，找不到出路，变成了企业堰塞湖。证监会门口排队等着上市的公司曾经达到了 800 家。光中关村科技园区达到上市标准的企业就有一千家之多。有一次领导带我们去调研三板，讲了一段话非常深刻，说美国的企业最后有多少上市公司呢？美国纳斯达克是 2000 多家，纽交所 3000 多家，一共 5000 多家，其中 40% 是国际的，60% 是本国的，也就是说美国经济作为全世界最大的经济体发展到最后也就 3000 多家上市公司。中国将来会有多少家上市公司呢？中国人多，企业也多，中小企业 1400 万家。假设经过若干年后，我们是美国的三倍，有一万个上市公司，那么中国还剩多少中小企业？还剩 1399 万家。所以我们要有一个大的概念，这就是中国经济大致的图谱。尽管并不是这所有的企业都会去上市，但相当一部分中小企业需要与资本市场结合并完善治理结构，加快成长壮大；而中国社会大量的富余资金，也迫切需要投资于这些企业，分享中国经济的成长。这也是我们必须发展多层次资本市场的根本原因。

我们也做了一些国际比较，别的国家在类似的阶段怎么解决企业堰塞湖或 IPO 堰塞湖的问题呢？研究发现，别的国家这个问题好像不那么严重。同为金砖四国，巴西很多人可能天天在跳桑巴舞，俄罗斯很多人在喝酒，所以不太一样，当然他们也有很多人非常努力，但总体来说，中国人似乎更勤奋一些，喜欢创业，喜欢办公司。我们平常开会碰到的企业家递过来的名片，很多都印着差不多 10 个公司，反面

还有10个。

我想，这两个“堰塞湖”的问题怎么解决？它们都是非常难得的，都是推动中国经济发展的宝贵动力。大量的财富很宝贵，我们改革开放初期曾经非常穷。大量的企业资源也很宝贵，全球所有主要交易所都到中国来挖上市资源，最近我们听到的故事是波兰的华沙交易所不远万里到中国来拉了一个公司到他们那里去上市，简直有点不可思议。但是，因为我们金融市场不发达，资本市场不发达，使得这两大宝贵的资源都变成了巨大的风险，变成了悬在中国社会头上的两把达摩克利斯之剑。

### 新三板和四板

唯一办法就是打通两个“堰塞湖”，而打通的办法就是三中全会决定指出的健全多层次资本市场体系。我们未来的多层次资本市场框架，大致的蓝图或顶层设计应该是这个样子，上面是主板、中小板、创业板、新三板市场，下面是区域性股权市场和券商柜台市场。

新三板和四板是多层次资本市场体系的重要组成部分。大家都注意到，新三板正在如火如荼地推进，将扩展到全国，面向所有中小企业，而四板也在各个地方逐步发展起来。我们观察下来，四板在两类地区推进得比较快，一类很明显，是经济相对发达的地区，像北京、广东、江苏这些地方，很多企业成长有这个需求。另一类，也很明显，就是证监会领导出去做了省长的，比较重视，推进得比较快，像山东、浙江。因为他们了解资本市场的重要性，了解PE、VC行业的重要性，也了解资本市场的威力。在这几个层次之下的，是上万家PE、VC机构，还有越来越多的天使投资者为中小微企业提供股权融资。

### 债券市场和信贷资产证券化

与股权市场配套的是债券市场，我们的债券市场不如股票市场发达，而以美国为代表的成熟市场，债券市场的规模差不多是股票市场的两倍。我们有两个债券市场，一个是交易所债券市场，一个是银行间债券市场，都需要发展壮大，有一个重要的方面

是应推动监管和准入标准的统一，还要扩大私募债的发行和场外交易。中国资本市场搞了20多年，基本上就是公募和场内，下一步私募和场外是发展的重要方面，当然，公募和场内市场也要继续加快发展。

同时我们还需要大力发展资产证券化产品，尤其是信贷资产证券化产品。我们知道，调整金融结构需要两手抓，一手是增分子，发展资本市场；另一手是削分母，将银行信贷资产进行证券化。因此，发展信贷资产证券化对提高直接融资比重、盘活银行存量资产、降低金融体系风险有重大意义。

### 擅用资本之手，跨越关键十年

在中国经济的关键十年，资本市场与中国经济社会的结合点在于四个方面，一是前面提到的化解经济金融风险，二是推动经济转型，三是改善民生，四是帮助中国经济走出去。

### 发展战略新兴产业，需要依靠市场的力量

资本市场怎样服务于经济转型？资本市场首先要做的就是支持科技创新。在追赶战略新兴产业的努力中，我们又经历了一轮光伏产业的热潮，过去几年我们到各地参加会议或调研，发现几乎没有一个地方政府不在推动光伏产业发展，而今天中国的光伏产业60%亏损，亏损面还在扩大。这再次提醒我们，推动科技创新，发展战略新兴产业，推动经济转型，还是需要依靠市场的力量。

我们理解经济转型不是跳高运动，不是说你跳过去就转成了，它是一个永远不断的渐进过程，像美国这样的国家也面临来自欧洲、日本的挑战，也需要不断地转型。八十年代美国发展了PC，九十年代发展了互联网，2000年后发展了智能手机和社交网络，这些创新的背后实际上都是依靠了VC、PE、资本市场和各种跟创新相关的生产要素的自由流动和结合。相反，日本八十年代搞过大规模的高科技振兴计划，最后以彻底失败而告终，也使日本经济超越美国的雄心就此搁浅，衰退了20年。

### 资本市场将成为并购的主渠道

资本市场应该成为产业并购的主战场、主渠



道。近年来，我们的产能过剩问题日益突出。2009年出现在发改委产能过剩的名单上的传统产业是21个，经过了几年的整顿，变成了19个。好不容易少了两个，又增加了两个：光伏和风电，我们的新兴产业还没长大，已经过剩。

去产能的关键靠并购，而且主要应靠资本市场的平台，它相对市场化，还有多种并购工具可以使用。美国在类似的重工业化阶段，美国钢铁集团前后并购了700多家钢铁公司，标准石油收购了400多家炼油厂，实现了产业的整合。我们的经济体中有大量的低端产能，而且不断扩张，带来的问题除了经济增长质量低下，还有“雾霾下的中国”。过去若干年，我们的并购活动一直不活跃，和我们地方政府GDP业绩导向是高度相关的。近期又走向了另外一个极端，有报道说某些地方采用简单粗暴行政化的手段去产能，具体做法是将高炉集中炸毁，这不仅是一种严重的社会浪费，带来的就业问题也不小。真正的出路是通过市场化的并购，能消化的产能尽量消化，能升级的产业尽量升级，能转岗的员工尽量转岗。确实需要裁员的，要做好培训和再就业的工作，这方面政府应该有所作为，做好社会救济，这叫“更好发挥政府作用”。近期，我们的

雾霾问题达到了前所未有的严重程度，大江南北，无能幸免。怎么解决？最根本的出路还是靠产业升级和结构调整，靠市场化的并购。

### 中小微企业成长应更多依托直接融资渠道

还有一个结合点是中小微企业的发展。资料表明，中小微企业对中国经济的贡献超过了50%的税收、60%的GDP、70%的创新和80%的就业。我们最近调研，发现中小微企业有五大困难，其中第二大就是融资。我们一方面要大力推动银行向中小微企业倾斜，但是银行的金融属性跟中小微企业不太匹配。中小微企业成长了1000倍，银行还是拿这么点利息，出了问题，银行就是不良贷款，要是民营企业，行长可能还要被查一遍，风险收益不对称。所以，一方面我们要推动银行向他们倾斜，但是根本的出路在于发展直接融资体系，尤其是资本市场、VC、PE，他们与中小企业的发展是利益共享、风险共担、定价市场化、服务多层次。同时，直接融资和间接融资也是相互促进的。很多中小企业上市了或挂牌了，银行更敢于给他们贷款。为什么？因为上市或挂牌的过程是个增信的过程，中小企业有了监管，有了社会的监督，信息披露更加透明，银行更放心了。



雾霾下的中国城市



养老金入市大幕将启

### 养老金改革的重点是 建设中国版的401K计划和参与资本市场

另外一个就是养老体系的改革与资本市场的互动。去年以来，社会广泛关注养老体系改革，各种方案据说有上百个。不管是怎样的改革方案，其重点应该是两个：一是建立真正的第二支柱，也就是中国版的401K计划；二是养老金要参与资本市场，通过投资保值增值，实现自我生长。

全国社保基金理事会在过去十年做了一件非常重要的工作，证明了国际通行的基本的、科学的投资管理方面在我们国家也是可以成功的，当然，实践中我们也需要根据中国国情做一定的调整。美国的401K养老金计划过去的20多年中平均实现了6%的年回报率，我们的全国社会保障基金过去十年平均实现了8%的年回报率。

这个问题为什么这么重要？背景就是我们的养老体系面临巨大的挑战。前段时间看见微博上有一句话，说我们全国的养老金还有1.5年就不够了，至于这个判断是不是正确，我们不去评论，但是我们已经知道很多省去年和今年已经亏空了。按照目前的基本养老金的体制，大概在2050年前后，我们的缺口大致在几十万亿，不同的机构测算不一样，但是基本上差不多。欧债危机中有一个国家因为养老金破产而陷入困境，这个国家叫希腊，这些历

史和现实的教训值得我们借鉴。

### 调整缴费结构，做实第二支柱

正确的解决方法还是要尊重人类社会发展的基本规律，建立其国际通行的第一支柱、第二支柱加上第三支柱的养老体系，为此需要研究调整我们现有养老金缴费的结构，并建立起真正意义上的与美国401K计划类似的第二支柱。

三个支柱中，第一支柱提供基本的最低线的保障。第二支柱是每个人在工作阶段每个月不断积累，国家提供一定的税收优惠，激励企业每月也匹配一定比例的资金，最为重要的是这些资金一定要参与投资，分享经济发展的成果，才能不断累积，不断生长，并使之成长为养老金体系的支柱，以确保社会的养老安全。第三支柱是个人自愿购买的商业化的养老产品，作为补充。

我们现行的社会统筹加个人账户的基本养老金规模为2.5万亿元人民币，基本上属于第一支柱的范畴，也基本上不参与投资。作为第二支柱的企业年金规模为0.53万亿元人民币，两者的比例为82%：18%，而第三支柱基本不存在。而美国的第一支柱公共养老金规模为2.7万亿美元，第二支柱职业养老金（401K计划即属于这一部分，为私营部门的职业养老金，此外还有教师和公务员的职业养老金）的规模为8.6万亿美元，第三支柱退休账户养老金为4.9万亿美元，三者比例为17%：53%：30%。近期，企业年金制度出台，带来了可喜的变化，但在规模和激励政策上仍然有很大的改进空间。我们的企业年金计划中，个人参与和企业匹配资金享受税收优惠的比例分别为4%和5%，加在一起为9%，而美国相应的比例为个人15%，企业6%，总计21%。应该考虑将目前社会统筹和个人账户的缴费做结构性调整，部分转向第二支柱。■

（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）