

未来十年：中国经济的转型与突破（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。

中国为什么没有乔布斯

2011年乔布斯的去世在中国社会激起了广泛的讨论。大家都在问，中国为什么没有乔布斯？的确，乔布斯的热情和天分是难能可贵的，但乔布斯的奇迹是制度的产物，背后是一整套经济和金融的制度安排。乔布斯和苹果的成长和资本市场息息相关。1976年苹果创立，1980年上市时乔布斯已经身价亿万，从此衣食无忧，因此他有可能会做一个更加纯粹的人，以创新为使命。苹果上市后，并购了很多公司，整合了很多技术，也是在资本市场这个平台上才得以实现。最为重要的是，乔布斯不是一个人在战斗，苹果全球员工有46000人，乔布斯在生命的最后几年中，动员这么一个巨大的群体夜以继日，奇迹般地创造出了美轮美奂的iPhone，靠的是一个激励机制，叫做股权激励。

我曾经收到过一个短信段子，很发人深省。这个段子说，我们总是告诉孩子，中国古代有四大发明，却从来不告诉他们，过去100年中这个世界的的主要发明，都是美国人发明的，如缝纫

机、洗衣机、电视机、航天飞机、iPhone等等。是不是美国人比中国人聪明呢？应该不是，我们在美国留学时发现，一门课如果沾点数理化的边，考下来第一名往往是中国人，一个班上如果没有中国人，第一名可能就是印度人。中国人这么聪明，为什么我们没有硅谷？

在纪念乔布斯的日子，我在网上看到了他最后一次公开露面的视频。他在硅谷为了扩展公司园区，给当地的社区委员会做了一个演讲，然后这些委员会的委员提问题。一共有四个人提问，其中有三个中国人，一个来自大陆，一个来自香港，一个来自台湾。我很感慨，第一，中国人今天真是了不起，基本上占领了乔布斯的家乡，硅谷有很多中国人。第二，为什么这些人不回国，还在帮美国建设创新经济。我想，如果我们有一个机制，让他们在中国成为乔布斯的机会大于在美国，他们一定是会回来的。

所以，美国鼓励创新还是依靠一套机制，尤其是科技和资本对接的机制。有了这套机制，没有乔布斯，也会有李布斯。美国在过去三十年中，事实上出现了大大小小成千上万的乔布斯和比尔·盖茨，他们的故事千差万别，但本质是一样的。iPhone的生产组装在中国的深圳，苹果的应用软件很多也都是在加州的中国人所写，甚至苹果产品在中国市场爆炸式的销售业绩增长也是苹果股价一路飙升的重要推手。但中国却没有出现苹果和乔布斯。

现在全国各地都在建科技园区，都想要复制硅谷，这是一件好事。问题的关键是怎样能够让科研、人才、专利、资本，在一个平台上自由地交换。国家和国家竞争的是这个，地区和地区也是。我国一个中部省份的一群年轻人



创业，发明了一种地膜，一般的地膜是塑料做的，但是他们发明了一种淀粉做的地膜。好处在于，第一，可以自然降解，无污染；第二，庄稼长出来之后，不需要人工，自己就可以钻出来。这些年轻人创业的动力在哪里？想上创业板。我们由此可以看到资本市场激发的创业和创新的热情，也能看到现代农业和中小企业在资本市场也可以大有作为。我们有理由相信，未来若干年中，在资本市场的牵引下，遍布全国的科技园区和成千上万的创业人群中，或许将走出中国的苹果和乔布斯。

不仅是科技创新需要资本市场的支持，资本市场也是中国经济现代化的主战场。过去一个世纪中，三个企业从零开始成长到市值1000亿美元的历程，有助于我们理解现代企业的成长与资本市场的关系。第一个公司叫GE，道琼斯指数设立时23个成分股中唯一生存下来的企业。它实现这一增长，经历了大约100年的时间；第二个公司是微软，用了25年；第三个公司叫谷歌，只用了7年。由此可见，世界的竞争是在加速的。一个现代企业，如果不能与社会化的资源平台结合，在国际竞争中可能是没有机会的。

美国经济体中，最重要的500个企业，组成了美国的“财富五百强”，如果我们有机会浏览这500家企业的名单，会发现其中鲜有非上市公司。由此我们可以想到2020年的中国，也会有一个“财富500强”。到那时，从

第1个数到第499个，基本上也都将是上市公司。未来十年左右，中国资本市场将越来越成为中国经济的主战场。20世纪70年代，周恩来总理提出了工业、农业、国防和科技四个现代化的目标。我们发现，中国企业与资本市场结合的过程，公司治理、激励机制、信息披露、透明度、独立董事等一整套有效的制度安排，很大程度就是中国经济的现代化过程。即便听上去似乎与资本市场颇为遥远的农业现代化，也因为涉农企业如农业机械、农药等企业的上市，和利用期货对农产品价格进行管理，而与资本市场息息相关。

养老金制度安排与和谐社会建设

企业走向资本市场的同时，中国社会的富裕



乔布斯和iphone

资金也要和资本市场结合，这关乎和谐社会的建设问题。

前一段时间，社会上围绕“养老金入市”的话题进行了广泛的讨论，一些人简单理解为鼓励老百姓去买股票，甚至认为是要拿老百姓的养命钱去托市。这里有两个常识性的认识误区，一是“养老金”其实有不同的层次，有以保证绝对安全为目标的基本养老金，也有需要寻求成长性的补充的商业养老金，二是所谓“入市”的市场，其实不只有股市，还有债市，包括最安全的国债。有国内市场，还有国外市场，在很多发达国家，养老金的投资范围涵盖十几个甚至更多不同的市场。

美国在上个世纪七八十年代的时候，推出了“401K”计划（企业补充养老计划），取得了成功，这能给我们很多启示。九十年代我刚到华尔街工作，填了一张表，自己还没太搞清楚，每个月的工资1/3就进了养老金计划。为什么呢？第一，你如果省下1000美元放到养老金计划里，公司会被强制要求匹配1000美元，你如果放2000美元，公司就匹配2000美元；第二，如果你在59岁半之后取出你的养老金和投资受益，大致要交15%的税，如果在

这之前拿出来，要交很重的税并被罚款。这样的结果是，所有的美国人，每个月都会尽可能多地省下工资，放到养老金里，这些养老金交由专业团队管理，源源不断地进入资本市场，在里面一放就是30年。这些制度安排，税收优惠、延迟纳税、企业强制补充、长期激励等等，都值得今天的我们根据国情加以借鉴。

在关于养老资金的投资安排里，有三个原则最为重要：一是专业投资，即通过筛选和委托专业机构投资者进行投资，也就是说不鼓励老百姓自己抱着钱冲到市场里去投资。二是组合投资，在包括国债、公司债和股票等多个金融市场中进行不同资产类别的组合投资，并根据不同性质养老资金的安全性要求和风险承受程度，进行不同比例的配置。从美国的情况来看，最注重安全的第一支柱基本养老金，绝大多数是投资于国债的，几乎不投资于股市，也因此规避了2008年金融危机的冲击，但是成长性和回报率较低；而包括401K在内的企业年金等第二支柱和商业保险等第三支柱，在股票、债券、REITS（房地产信托基金）、PE（私募股权投资）、VC（风险投资）等各种资产类别中投资，因其投资回报率高，而在过去的几十年实现了非凡的增长。第三个原则是长期投资，美国养老体系的大规模建设始于80年代初期，在随后的30年中显现出了强大的社会效果，美国普通老百姓的401K计划中的养老金资产与美国道琼斯指数的相关系数达到90%以上。

事实上，这三条原则是全世界所有养老金和大型机构投资者通行的一些做法，而且在中国市场也是完全可以应用的，全国社保基金在过去的十年中取得了平均8%左右的回报，并不是有什么特别的秘方，而正是因为坚持了这三条基本原则。我们应该按照这个方向推动中



美国实行的“401K”计划成为诸多雇主首选的社会保障计划（作者：刘恒）

国的养老体系和社会保障体系与资本市场的结合。

资本市场与长期机构投资者的良性互动，强调的是一整套制度建设，涉及中国社会建设的方方面面。也许投资需要择时，但制度建设不能再等，今天我们不推动，十年以后还是要从零开始。当然，资本市场本身也有很多问题要解决，要加快改革和建设的步伐，但两者是一个鸡生蛋、蛋生鸡的过程，应该协同发展，协同解决。

由此想到，资本市场的改革是一个结晶过程，即首先是一堆分子先形成一个晶核，这个过程是可逆的，有很多分子聚拢到一起，也同时有很多分子散开，但是当达到一个临界点之后，这个过程就成为不可逆。养老体系建设和资本市场发展是这样一个过程，中国经济的崛起和中国社会的进步也是这样一个过程。

这一制度为什么这么重要？1930年，美国通用汽车第一任总裁叫威尔逊，是一个大资本家，但是他有一点社会主义情结。他第一个倡导让工人的养老金参与资本市场。对此，美国的资产阶级很生气：“这样一搞，工人不是都和我们一样成了资本家了吗？”事实上，威尔逊的做法很有远见，随后的近百年中，美国大多数的普通公民通过养老金和企业年金参与了资本市场，成为了美国经济的股东，并因此大大缓解了社会矛盾的激化。

他山之石，可以攻玉。如果我们合理借鉴发达国家相关制度安排，充分发挥我们的自身优势，做好顶层设计，兼顾安全性和成长性，自上而下推进养老体系和资本市场的协同发展，将一举多得，这可以成为解决目前我们的创新经济建设、财富管理、社会老龄化、居民收入分配等诸多社会问题的重要突破口。通过制度安排，通过专业投资，将中国社会的富裕



资金有序地引导到资本市场中去，与中国经济体中正在迅速成长和发展的企业群体对接，这样对中国经济、社会资本、创新企业和普通百姓来说都是一个莫大的好事，也将大大有利于和谐社会的建设。

华尔街是九段棋手

前面讲了这么多资本市场对于中国经济和社会的影响，第一是希望大家意识到，即便你将来不从事金融业，多半还是会和这个市场打交道。做任何产业的人，不管是IT还是化工，都应该了解这个市场，因为中国经济的主体会在这个市场运行，你所在的公司多半会是个上市公司。第二是也希望更多的人能够参与资本市场的建设，成为中国金融服务业的一部分，因为国家与国家之间金融业的竞争，最重要的竞争还是人才的竞争。

2008年金融危机爆发之后，我参加了一次中央电视台的“直击华尔街风暴”节目，主持人首先谈到《伟大的博弈》，他说，现在有人说“伟大的博弈”死了，华尔街死了，问我怎样评价？这个问题当时有点难回答，你说华尔街死了，3年后的今天，它还是



美国华尔街

世界上最大的金融中心；你说它没死，中国人民可能还不爱听。想了一会儿，我说，什么是华尔街呢？地理上它是纽约曼哈顿的一条小街，长不过500米，算上周围的街区，方圆1.5平方公里。真正的华尔街，指的就是美国资本市场的30万金融专业人士。每天开市的时候，他们来到华尔街，华尔街就成为全球最大的金融中心，傍晚，他们离开，华尔街就是一座空城了，什么都不是。这30万金融专业人士，总体来说是训练有素的，水平也是比较高的，就像九段棋手。但九段棋手也是普通人，也会有不理性的一面，也会过度贪婪，也会走出臭棋，弄得满盘皆输，但你不能说他没有段位了。第二天，网络上有这么一条报道：“华尔街是九段棋手”。如果我们在未来的十年能够培养出30万金融专业人士，那我们至少在数量上赶上了华尔街，质量上我们还可以通过实践不断提高。

我想谈谈对几个与资本市场相关的行业的体会。第一个传统的投资银行业（underwriting），主要指的是承销与并购。从事这个行业，主要是要有分析能力，对公司的估值，对行业的分析等等。但也有一个重要的方面是沟通能力，因为需要长期跟踪公

司客户。第二个是证券的销售和自营(sales & trading)。我在华尔街工作的时候，投资银行业的几个子行业都有幸从事过一段，体会到了它们各自的不同。在交易大厅从事销售和自营，每个人面前大致会有3~4个屏幕，据说现在已经有十几个了，上面滚动的是全球各个市场的数据。在交易大厅，你会体会到，每秒钟这个世界都有无数的机会，每秒钟也会错过无数机会。后来从自营进入资产管理（asset management）行业，一瞬间觉得世界突然静止不动了。因为资产管理相对来说太慢了，有的长期机构投资者可能一个月才调整一次仓位，或许还会有更长时间的，这和自营的每时每刻都在捕捉投资机会相比，简直是天壤之别。

这几个部分组合在一起，就构成了一个鲜活的资本市场，就像菜市场一样，投行的人把公司拿到市场上来卖，资产管理就是买家，销售和自营就是在市场里穿针引线，间或买进卖出，在获取利润的同时，提供了流动性，这就是资本市场的生态。

对于想从事这个行业的年轻人，有几个素质比较重要。第一就是要有一定的数理分析能力，中国的教育中比较强调数理，这是很好的，可以提供一个思考和逻辑分析的基础。第



操盘室

二是要比较强的和人的沟通交流，尤其是和客户打交道的能力。第三就是要有风险控制能力，自我约束能力，历史上所有好的基金经理，往往最后都是败于自己的风格，因为太成功了，不断的重复，直到某一天崩溃了。

有很多中国学生在美国学习金融工程这个专业，近年来国内也发展了这个学科，因为中国人的数理基础比较好。美国华尔街九十年代以来很多复杂衍生品的研究和交易工作，后来都是原来读物理和数学的中国人在从事。最近，在网上可以看到一条消息，有一位中国同学叫戚成纯，在伯克利大学学习金融工程硕士，在毕业典礼前两周的时候在宿舍去世了，大家推测他的去世与过劳有关，这件事在留学生圈子里引起了很大的震动。去年冬天，他曾经在我们研究中心实习过三个月，是一位非常优秀和努力的年轻人，我写了一篇文章纪念他，题目叫《生如夏花之绚烂》，传到网上，有很多年轻人留言怀念他。一方面，他的精神是非常可贵的，另一方面，这件事情也提醒每一个在拼搏的年轻人，要更加爱惜自己的身体。

另外一个要提到的行业就是PE，这几年在国内比较火。PE和VC，指的是对于尚未

上市的企业进行股权投资。VC更早期一点，PE接近中后期。比起二级市场，一级市场效率比较低。但大家要记住，凡是效率比较低的市场，也是机会比较大的。所以美国很多基金经理在二级市场做了大半辈子，最后都来做一级市场，因为一级市场的效率比较低，机会比较大。但是因为一级市场效率比较低，往往也是高下立判，所以，收益和风险都是对称的。20世纪90年代末期在高盛工作期间，我曾经研究过在美国市场各类资产类别中，最优秀的 (top quartile) 基金经理和最差的 (bottom quartile) 基金经理的差别。把一个市场，如股票、债券或PE，其中的数百个基金经理的十年投资年均回报做一个排名，把前25%的平均回报，减去最后25%的平均回报，结果大致是，大盘股票基金，十年下来，最好和最差的基金经理也就差1%，债券往往只有几个基点的差距，而VC和PE行业，可以差出20%以上。客观上说明债券市场比股票市场有效，获得超额收益很难，而VC和PE市场远没有股票市场有效，投资管理水平的差距可以是非常大的。

还有一条道路就是创业。我参观过前面提到的车库咖啡屋，很有意思。每一个桌上有三四个年轻人在创业，例如其中有一家是为别人做招聘的外包。互联网时代使创业变得更加便捷，不像以前，不再需要购置车床或拖拉机，现在只要有台电脑能上网就可以了，这使得创业的壁垒比原来降低了很多，当然，竞争也可能更激烈了。创业比起从事金融服务业，应该说是更艰难，但潜在回报也更高。当然创业并不一定都能成功，但失败也可以是人生很宝贵的财富。❀

(本文根据作者2012年3月在北京大学光华管理学院的一次讲座及其他讲座整理而成，收录于近期出版的《未来十年——中国经济的转型与突破》一书。)