

中国资本市场论辩20年
Concerns and Arguments

*The symposium of the theme studies
in 20 years of China Capital Market Forum*

思与辩

中国资本市场论坛
20年主题研究集

吴晓求/著

中国资本市场论辩20年

Concerns and Arguments

*The symposium of the theme studies
in 20 years of China Capital Market Forum*

思与辩

中国资本市场论坛
20年主题研究集

吴晓求/著

中国人民大学出版社

· 北京 ·

图书在版编目 (CIP) 数据

思与辩：中国资本市场论坛 20 年主题研究集/吴晓求著. —北京：中国人民大学出版社，2016. 1

ISBN 978-7-300-22321-6

I. ①思… II. ①吴… III. ①资本市场-中国-文集 IV. ①F832.5-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 302328 号

中国资本市场论辩 20 年

思与辩——中国资本市场论坛 20 年主题研究集

吴晓求 著

Si yu Bian

出版发行 中国人民大学出版社

社 址 北京中关村大街 31 号

电 话 010-62511242 (总编室)

010-82501766 (邮购部)

010-62515195 (发行公司)

网 址 <http://www.crup.com.cn>

<http://www.ttrnet.com>(人大教研网)

经 销 新华书店

印 刷 涿州市星河印刷有限公司

规 格 170 mm×240 mm 16 开本

印 张 23 插页 1

字 数 422 000

邮政编码 100080

010-62511770 (质管部)

010-62514148 (门市部)

010-62515275 (盗版举报)

版 次 2016 年 1 月第 1 版

印 次 2016 年 1 月第 1 次印刷

定 价 68.00 元

版权所有 侵权必究

印装差错 负责调换

前 言

从1997年1月11日在北京国际会议中心举行第一届中国资本市场论坛（CCMF）算起，中国资本市场论坛即将迎来第20个年头。中国资本市场论坛是由我发起设立并推动的，由中国人民大学金融与证券研究所（FSI）联合《中国证券报》和中外著名金融机构联合主办的大型学术性论坛。20年弹指一挥间，我也由一个充满活力、满怀理想的青年教授步入多少有点沧桑感的后中年学者之列。我们这一代人是伴随着中国的改革开放成长起来的，有幸见证了中国是如何摆脱贫穷落后的帽子的，我作为这一代学者的一分子，有幸参加了中国金融和资本市场的一些重要理论的讨论，有幸参与了一些重大改革。这个时代让我们能尽情地展现我们的理论智慧，能理性地勾画我们追求的梦想。具有20年历史的中国资本市场论坛，正是这样一个能展现理论智慧和强国梦想的交流平台。

举办一届论坛是容易的，举办不同研究主题而且几乎在同一时间举办且连续不间断地举办20年大型学术论坛，则实属不易。在20届论坛上，都有一个主题研究报告和总报告，且核心研究团队几乎不变，则难上加难，如没有一点毅力和恒心，恐难以做到。我们做到了，中国资本市场论坛做到了。

本书收录的论文均由我亲自执笔撰写，是我在深入研究的基础上为每一届中国资本市场论坛撰写的主题学术研究报告，共计21篇（其中1篇为附录论文）。这些论文或文章都是围绕当年中国资本市场论坛和中国资本市场研究报告的主题展开的。收入书中的这些研究报告更多的是以学术论文的形式出现的，学理研究多于对现实问题的分析。收录本书中的论文是我这20年学术研究的重要组成部分，体现了20年来我在资本市场领域学术研究的轨迹。

我一直以来都有一个中国的大国金融梦。我研究的逻辑告诉我，没有一个与中国大国经济相匹配的大国金融，中国经济增长的可持续性是有疑问的，中国经济的竞争力也是打折扣的。那么，中国的大国金融应该有哪些元素呢？我确信有三个元素是至关重要、不可缺少的：一是开放、国际化的现代金融体系。建设在

全球有影响力的国际金融中心，是中国大国金融形成的基石。这个国际金融中心主要表现的是全球财富管理中心。二是人民币的国际化。由可自由交易的货币到全球重要的储备性货币，是中国大国金融形成的前提。三是完善的法制、透明的环境、坚如磐石的市场契约精神。这些软条件是中国大国金融具有持久生命力的保证。具有上述特质的大国金融，是我一生追求的目标。它既会给中国带来繁荣的动力，更会为中国赢得广泛的尊严。

我的学识和眼界决定我不可能从多角度去研究如何实现中国的大国金融梦。我迄今为止只是致力于中国大国金融梦基石之资本市场的研究。这本为历届中国资本市场论坛撰写的研究论文集，历史地展现了我 20 年来资本市场的研究轨迹和心路历程。从这些论文中可以看到，我的大国金融梦是从不知不觉逐步演变成主动追求。我的同事瞿强教授说我研究资本市场具有宗教般的情感和执著。我乐于接受这样的评价。

收录本书的研究论文绝大多数都是为历届《中国资本市场研究报告》撰写的导论或总论的内容，少数是正文中的内容。许荣教授和赵振玲女士与我一起参加了编辑工作。为忠实于原文，收录时未作任何修改，即使是有明显的缺陷乃至谬误，因为历史是不能篡改的。亦请读者见谅。

吴晓求

2015 年 11 月 10 日

于中国人民大学金融与证券研究所

目 录

[1] 股市危机：逻辑结构与多因素分析（2016）	1
[2] 大国金融中的中国资本市场（2015）	48
[3] 中国金融的深度变革与互联网金融（2014）	61
[4] 中国资本市场：制度、规则与政策 ——关于资本市场制度变革的整体思考（2013）	77
[5] 经济成长、金融结构变革与证券公司的未来发展（2012）	113
[6] 中国创业板市场：现状与未来（2011）	133
[7] 大国经济与大国金融 ——探寻中国金融崛起之路（2010）	149
[8] 金融危机正在改变世界 ——关于金融危机的十个问题（2009）	197
[9] 全球视野下的中国资本市场：战略目标与政策重心（2008）	213
[10] 中国资本市场的战略目标与战略转型（2007）	225
[11] 股权分置改革的若干理论问题 ——展望股权分置改革完成后中国资本市场若干新特征（2006） ...	236
[12] 中国为什么必须选择市场主导型的金融体系 ——中国发展资本市场的战略目标（2005）	255
[13] 股权流动性分裂的八大危害 ——中国资本市场为什么必须进行全流通变革（2004）	270
[14] 资本结构和公司治理的若干理论问题（2003）	281
[15] 银证合作 ——中国金融大趋势（2002）	297
[16] 创新与可持续发展 ——中国资本市场发展过程中面临的若干重要问题（2001）	308

[17] 构建现代金融体系对 21 世纪中国经济持续增长具有战略意义 ——展望未来 10 年的中国资本市场 (2000)	325
[18] 投资者利益保护 ——一个必须重视的问题 (1999)	335
[19] 资本市场深化：中国经济面临的重要任务 (1998)	339
附录 我国居民收入资本化趋势的实证分析	346
[20] 中国股票市场的风险区域与风险结构 (1997)	359

[1] 股市危机：逻辑结构与多因素分析

• 2016 •

[作者题记]

金融危机有多种形态，其中，股市危机似乎是金融危机中的一种常态现象。研究股市危机的理论逻辑一直是作者着迷的问题之一。2015 年中期中国出现股市危机，推动了作者的进一步思考。作者试图从近 30 年来全球发生的几次大危机中寻找股市危机的逻辑，也试图从 2015 年中国股市危机中寻找曾经的影子和不同原因，也想找到疗伤危机的办法。

这是作者最新的研究成果，并作为第二十届（2016 年）中国资本市场论坛的主题研究报告。该文第三部分发表在《财贸经济》2016 年第 1 期。这一届中国资本市场论坛的主题是：中国资本市场：风险与监管。

[摘 要]

金融危机有多种形态，其中股市危机似乎成为金融危机的一种常态。近 30 年来，股市危机乃至金融危机在全球频发并表现出某些周期性、递延性和关联性等特征，其背后是否具有共同的理论逻辑？在金融危机的诸多形态（货币危机、债务危机、股市危机和银行流动性危机）之间，是如何相互转化、相互传染的？不同类型的国家金融危机的形态组合和逻辑过程为什么会有重大差异？是否存在金融危机的跨期和跨区域的国际传递？这些都是本文研究的重要内容。

在构建上述股市危机的理论逻辑基础上，本文以中国 2015 年中期发生的股市危机为研究样本，深入分析了引发这次股市危机的主要原因，剖析了中国股市的结构性缺陷，在此基础上，试图厘清关于股市危机的若干重要理论认识，并提

出了相应的改革措施和政策建议。

Abstract

There are many forms in financial crises. Among them, the stock market crisis seems to become a normal state of financial crises. In the past 30 years, stock market crises and financial crises occur frequently and exhibit certain features, such as periodicity, relevance and continuity. Do they share a common theoretical logic? Among these financial crises forms, such as currency crises, debt crises, stock market crises and bank liquidity crises, how do they spread or convert into each other? Why do financial crises have different patterns or logical processes in different countries? Does inter-temporal or cross-regional transfer exist in financial crises? All these topics will be discussed in this study.

Based on the theoretical logic construction of stock market crises, this study will take the stock market crisis occurred in China in the mid of 2015 as an example and analyze the main causes of the stock market crisis and the structural defects in the Chinese stock market. Connecting all previous points together, this study tries to clarify a number of important theoretical knowledge about the stock market crises and propose corresponding reform measures and policy recommendations.

金融危机有多种形态，其中股票市场危机似乎成为各国金融危机的一种常态。从全球市场看，股市动荡乃至危机伴随着其他金融危机形态，如货币危机、债务危机等的出现而频繁出现，这种频繁似乎是以 8~10 年为一个周期。股市危机是现代金融结构下一种重要的金融危机形态，它在整个金融危机形态和链条中，究竟处在何种地位，起着什么样的作用，有待于进一步研究。

中国是一个正在开放的国家，市场化和国际化是中国金融改革和发展的基本着力点。发展资本市场使其成为 21 世纪新的国际金融中心，是中国金融改革和发展的重中之重。与其他大国一样，中国在金融体系市场化改革和资本市场发展过程中，亦会出现重大的市场风险乃至市场危机。2015 年 6 月中旬至 8 月下旬，中国股票市场出现了自 1990 年建立以来第一次真正意义上的市场危机。以上证指数为例，有两个时间段在 10 个交易日（2015 年 6 月 15—29 日和 2015 年 8 月 18—26 日）连续下跌超过 20%，即分别从 5 170 点附近跌至 4 000 点左右和从 4 000 点左右跌至 2 800 点，根据学术界公认的标准，一个市场如果

在 10 个交易日股票价格指数下跌超过 20%，就可认定为这个市场已经出现了危机。按照这个标准，中国在 2015 年 6 月中旬以后出现的市场大幅度下跌可以认为是一场真正意义上的市场危机。虽然目前中国股票市场已趋于正常，但 2015 年 6 月中旬至 8 月底的市场危机，带给我们的教训是深刻的。认真分析这次股市危机形成的内在逻辑和外部原因，还其清晰的演变过程，在全球股市危机的历史中寻求规律和启迪，对正在走向更加开放的中国资本市场来说，其意义不言而喻。前车之鉴，后事之师。

(一)

在剖析中国 2015 年股市危机之前，让我们先回顾大萧条以来全球股票市场那些可以载入史册的危机事件。

从研究股市危机的角度看，那些可以载入史册的股市危机主要有：美国 1987 年的“黑色星期一”，日本 20 世纪 90 年代前后的泡沫经济引发的股市危机，1997 年前后的亚洲金融危机（1998 年俄罗斯金融危机实质上是亚洲金融危机的延续），美国 2000 年前后的互联网泡沫所引发的股市危机（主要是纳斯达克市场危机）和 2008 年由美国次贷危机引发的全球金融危机等。这几次股市危机影响深远，对剖析金融危机形成的逻辑结构和在不同类型金融体系的演变过程具有典型意义。

1. 1987 年 10 月 19 日“黑色星期一”

在 1933 年结束大萧条以来的 50 多年时间里，包括股票市场在内的全球金融市场波澜不惊。然而，正是在这平静的表象下，全球股票市场正在积蓄某种能量而进入一个剧烈动荡的时期。这个动荡时期的历史起点终于来了，那就是 1987 年 10 月 19 日史称的“黑色星期一”。1987 年 10 月 19 日星期一，一个普通的日子，但事后却成为载入史册的特殊日子。这天上午在 9:30 纽交所开市伊始，道琼斯指数就下跌了 67 点，随后卖盘以排山倒海的气势涌出，开盘不到 1 小时，道琼斯指数就下跌了 100 多点，到下午 2 点，指数已下跌了 250 点，市场开始出现崩溃式下跌，到下午 4 点收盘时，道琼斯指数已由上一交易日收盘时的 2 246.72 点下跌到 1 738.47 点，下跌了 508.32 点，当日下跌幅度达到了创纪录的 22.6%，当时在纽交所上市的 1 600 多种股票中，95%左右的股票都下跌，其中近 1 200 种股票价格下跌到 1 年前的水平，通用、运通、波音、可口可乐等蓝筹股下跌超过 30%，纽交所当天交易市值损失超过 5 000 亿美元，约等于法国当年的国民生产总值，是 1933 年大萧条结束以来全球最严

重的股市危机，史称“黑色星期一”。面对市场雪崩式的下跌和空前的市场危机，美国政府和金融监管当局公开喊话，安抚市场情绪，稳定投资者信心。在“黑色星期一”发生的当天，时任美国总统里根随即发表讲话，认为美国经济“所有指标都很健康”，美联储主席格林斯潘第二天清晨发表了具有历史意义的讲话：“为履行中央银行的职能，联储体系为支持经济和金融体系的正常运行，将保证金融体系的流动性。”美联储和 SEC 随后采取了一系列稳定市场的措施，包括向市场提供足够的流动性，鼓励金融机构与客户共渡难关，保证贷款续贷，鼓励上市公司回购股票等。因为美国政府、美联储及 SEC 有力的短期救市措施，市场恐慌情绪得到缓解，股市危机并未演变成全面的金融危机，更没有引发经济衰退。一个月后，美国股市开始反弹，并逐渐进入正常状态，并在两年后回到 1987 年“黑色星期一”爆发前的水平。在“黑色星期一”股市危机爆发后，美国政府、美联储以及 SEC 等除了及时发表安抚市场情绪的讲话、声明和推出市场流动性救助、贷款续贷、股份回购等短期措施外，更为重要的是，社会各个阶层都在系统、全面、深入地分析“黑色星期一”产生的原因，寻找市场结构缺陷，以期推动在制度规则和机制方面的改革。“熔断”机制就是在对“程序化交易对市场持续下跌具有重要助推作用”的认识基础上所建立起来的一种新的交易制度安排。在短期政策的救助和安抚下，在市场制度和规则做了重新调整的基础上，在美国经济强劲增长的推动下，美国股市在 20 世纪 90 年代进入了黄金增长的 10 年。具体见图 1 和图 2。



图 1 1987 年 9 月—1987 年 12 月“黑色星期一”前后道琼斯指数变动趋势

数据来源：Wind 资讯。

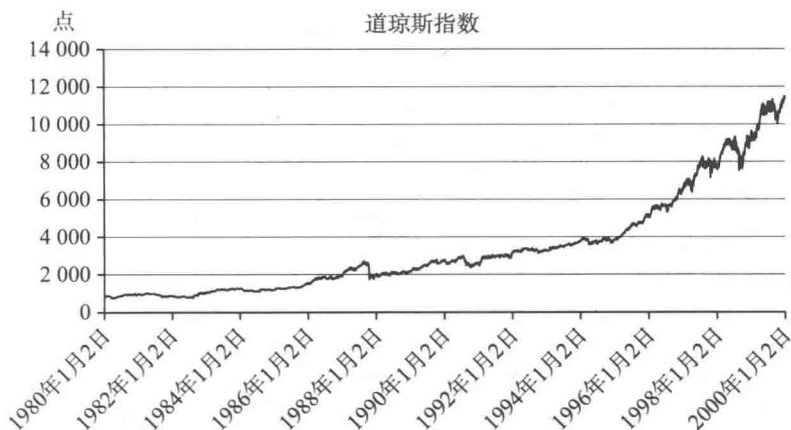


图2 1980—1999年道琼斯指数变动趋势

资料来源: Wind 资讯。

在经历了1987年10月19日“黑色星期一”后,全球股票市场开始进入了一个原因错综复杂,风险相互传递,市场繁荣与危机交织的梦幻时期。

2. 日本20世纪90年代前后泡沫经济引发的股市危机

与美国1987年10月19日的“黑色星期一”不同,日本在1990年前后由泡沫经济引发的股市危机并不是单一的市场危机,而是由信贷过度扩张引发房地产价格暴涨,进而引爆股市危机,最后导致银行危机和金融体系瘫痪的综合性金融危机。唯一不同的是,这种综合性金融危机并没有引发日元贬值危机。

从战后废墟中发展的日本经济,在20世纪70年代中后期进入高速发展时期,股价相对均衡上涨,到1985年日经225平均股价在12 000日元上下浮动,处在正常成长状态。从1986年起日经225平均股价持续上升,到1989年底已上涨至最高接近39 000日元,4年间日经225平均股价上涨超过了200% (见图3)。在国民总资产的金融资产中,股票资产由1985年底的242万亿日元猛增到1989年底的890万亿日元,增长了270%。

在股价快速上涨之前或上涨过程中,信贷过度投放引发了房地产价格的快速上涨。20世纪80年代中后期,由于全国范围内的土地开发热潮,日本土地价格快速上涨。在国民总资产中土地资产额从1985年底的1 003万亿日元增加到1989年底的2 137万亿日元,增长了一倍多。在放松金融管制、房地产抵押贷款创新、银企相互持股的金融模式下,房地产价格的上涨带来了股票价格的快速上涨,房地产和股价的交互上涨,银行贷款随之循环增加,为市场不断地提供巨额流动性。这种基于投机,缺乏实体经济支持的资产价格泡沫化的内循环效应终会



图3 1980—1992年日经225平均股价指数变动趋势

资料来源：Wind 资讯。

走到尽头，这个尽头就是1989年12月29日之后日经平均股价的暴跌，从1989年12月29日最高时的38 915日元开始下跌，1990年日本股价下跌了30%，1991年又下跌了30%，虽然其间有一些反弹，但下跌是基本趋势，至1992年8月18日下跌到14 309日元的低位，基本回到1985年的水平，此后一直处在漫漫熊市之中而不可拔。时至今日，市场趋势仍无明显改变。日本1990年前后泡沫经济引发的股市危机，给日本金融业特别是商业银行带来了深重灾难，严重影响了日本实体经济的增长，阻碍了产业的转型与竞争力的提升。时间已经过去了25年，但日本泡沫经济时期股市危机形成的逻辑，对中国而言仍然具有巨大的反省价值。

3. 1997年前后的亚洲金融危机

1997年前后爆发的亚洲金融危机既有其经济结构脆弱性的内生原因，也有外生性的热钱输入因素。一定意义上说，是日本1990年前后泡沫经济股市危机的跨期延伸。

从20世纪60年代开始，韩国、新加坡、中国台湾和中国香港先后推出出口导向型经济发展战略，创造了所谓的“亚洲四小龙”奇迹。这种出口导向型经济发展模式相继被泰国、马来西亚、印度尼西亚和菲律宾等东南亚国家所效仿，并取得明显成效。1997年之前，这些国家的经济已取得连续10年的高速增长（见表1）。

表 1 泰国、马来西亚、印度尼西亚、菲律宾 1985—1997 年经济增长 单位:亿美元

国家 年份	泰国		马来西亚		印度尼西亚		菲律宾	
	GDP	增长率 (%)	GDP	增长率 (%)	GDP	增长率 (%)	GDP	增长率 (%)
1985	389.01	4.65	317.72	-1.12	873.39	3.48	307.34	-7.31
1986	430.97	5.53	282.43	1.15	800.61	5.96	298.68	3.42
1987	505.35	9.52	321.82	5.39	759.30	5.30	331.96	4.31
1988	616.67	13.29	352.72	9.94	887.88	6.36	378.85	6.75
1989	722.51	12.19	388.49	9.06	1 014.55	9.08	425.75	6.21
1990	853.43	11.17	440.24	9.01	1 144.26	9.00	443.12	3.04
1991	982.35	8.56	491.34	9.55	1 281.68	8.93	454.18	-0.58
1992	1 114.53	8.08	591.52	8.89	1 391.16	7.22	529.76	0.34
1993	1 250.11	8.25	668.94	9.89	1 580.17	7.25	543.68	2.12
1994	1 443.08	8.99	744.81	9.21	1 768.92	7.54	640.85	4.39
1995	1 680.19	9.24	888.32	9.83	2 021.32	8.40	741.20	4.68
1996	1 819.48	5.90	1 008.51	10.00	2 273.70	7.64	828.48	5.85
1997	1 508.91	-1.37	1 001.69	7.32	2 157.49	4.70	823.44	5.19

资料来源:世界银行。

随着经济的高速增长,这些国家的银行信贷快速扩张,国际资本涌入,短期外债大幅增加,资产价格开始膨胀。20 世纪 90 年代前半期,泰国、马来西亚、印度尼西亚等国的股价增长了 3~5 倍,与此同时,房价上涨也十分惊人。在此期间,资产与债务结构出现严重不匹配。缺乏弹性的汇率制度和过分依赖国际资本的经济增长模式以及快速上涨的资产价格已为金融风险埋下了伏笔,危机一触即发。泰铢在 1997 年 7 月初的大幅度贬值以及泰国放弃固定汇率制度,成为亚洲金融危机的导火索和突破口。泰国货币危机的爆发,迅速蔓延到东南亚各国及金融的各个层面,之后陆续扩散到中国台湾、中国香港和韩国。韩国随后爆发了更为严重的全面的金融危机。作为亚洲金融危机的延伸,1998 年俄罗斯金融危机全面爆发。

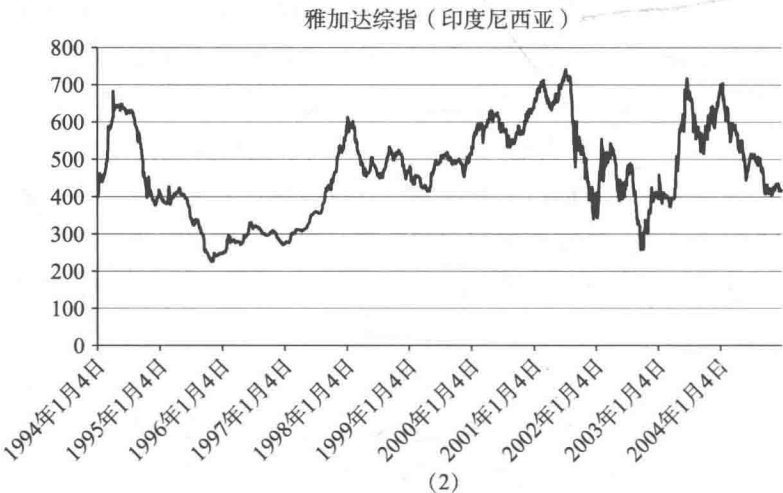
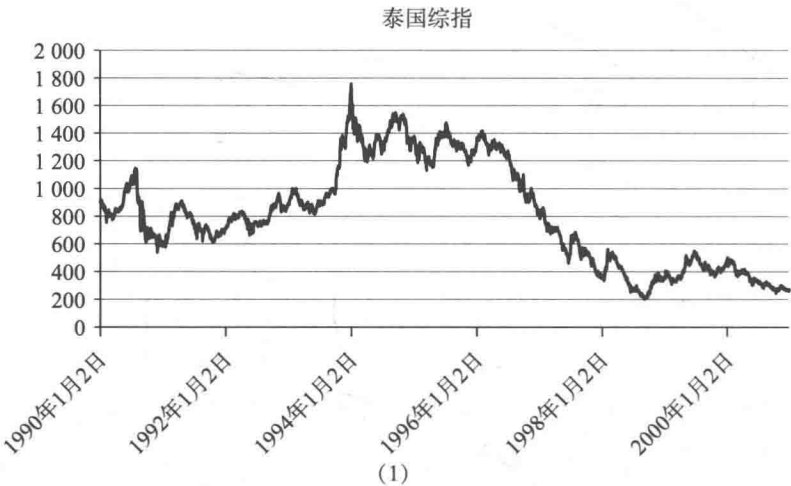
亚洲金融危机给危机国家和地区带来了严重危害,货币大幅度贬值,股市崩盘,财富严重缩水,经济衰退,银行倒闭,经济秩序混乱,社会动荡加剧。类似的现象在 1998 年俄罗斯金融危机中亦有出现(见表 2 和图 4)。

表 2 亚洲金融危机时期相关国家汇率及股市波动

国家	汇率变动		股指名称	股票价格指数变动	
	危机前	危机中		危机前	危机中
泰国	24.7	55.5	泰国综指	527.3	207.3
菲律宾	26.4	45.1	马尼拉综指	2 809.2	1 82.2
印度尼西亚	2 432.0	16 650.0	雅加达综指	724.6	256.8
马来西亚	2.5	4.7	富时吉隆坡综指	1 077.3	262.7
韩国	884.8	1 962.5	韩国综合指数	745.4	280.0
俄罗斯	5.8	27.0	俄罗斯 RTS	418.6	38.5

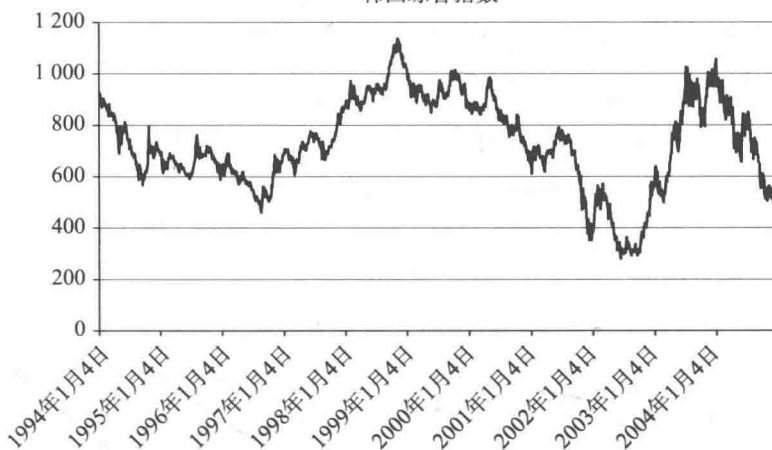
注：危机前汇率即 1997 年 6 月底危机前收盘价（美元兑该国货币），危机中汇率即危机期间最高收盘价（或报价），危机前股指即 1997 年 6 月底危机前收盘价，危机中股指即截至 1999 年底最低收盘价。

资料来源：Wind 资讯，彭博通讯社。

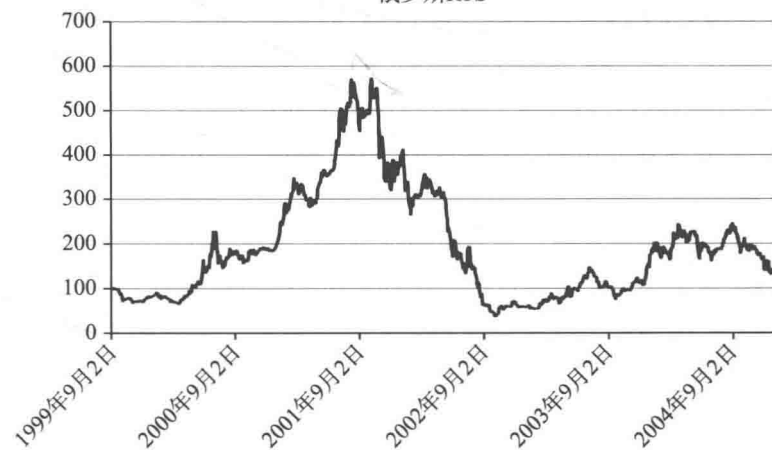




(3)
韩国综合指数



(4)
俄罗斯RTS



(5)

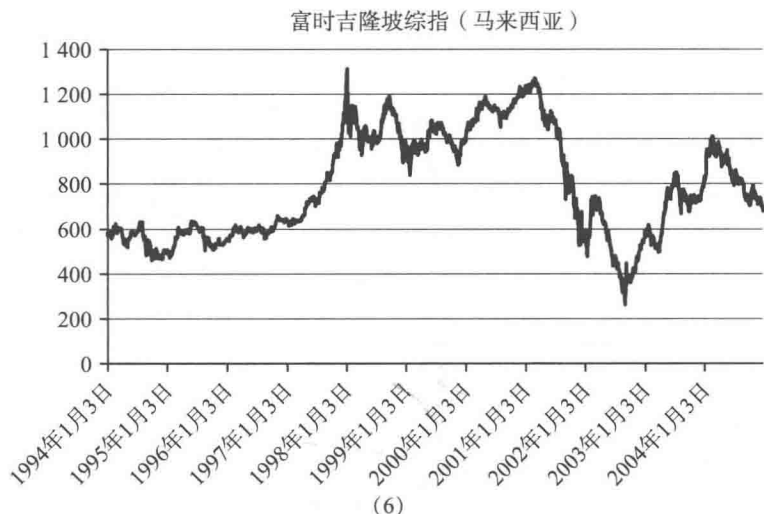


图 4 1990—2000 年亚洲金融危机相关国家和地区股票价格指数变动图

资料来源: Wind 资讯。

1997 年开始爆发的亚洲金融危机对新兴发展中国家具有典型意义。它是一次全面的带有标准特征的金融危机,金融危机的多种形态交叉在一起,相互影响、互相推动,具有清晰的逻辑过程,经历了汇率波动、货币贬值、股市动荡、财富缩水、银行倒闭、经济衰退等一系列过程。

4. 2000 年前后美国互联网泡沫引发的股市大动荡

在亚洲金融危机和俄罗斯金融危机的阴霾还未完全散尽之时,一场由互联网泡沫引发的结构性股市危机在美国悄然而至,它就是 2000 年前后的纳斯达克股市危机。

从 20 世纪 80 年代至 1999 年的近 20 年时间里,除了 1987 年 10 月 19 日发生的“黑色星期一”出现了短期的大幅度下跌外,美国股市呈逐年上升趋势,股价年均增长率达到 13%,其持续上涨时间和上涨幅度在美国 200 年的股票市场历史中是罕见的。狭义证券化率(股票市值/GDP 总值)也由 1982 年的 60% 上升到 1999 年的 300%^①。

在股市持续上涨的同时,作为高科技市场,纳斯达克在科技泡沫特别是互联网估值泡沫的推动下,上涨幅度远远超过纽交所股票价格的上涨幅度。纳斯达克指数从 1994 年 10 月的 750 点左右上涨到 2000 年 3 月 10 日的 5 048 点(收盘价,

^① 参见查尔斯·P·金德尔伯格、罗伯特·Z·阿利伯:《疯狂、惊恐和崩溃——金融危机史》(第六版),213 页,北京,中国金融出版社,2014。