

中国资本市场论辩20年
Rules and Conducts

*A collection of academic discussions of a hundred scholars
in 20 years of China Capital Market Forum*

道与术

中国资本市场论坛
20年百名专家争鸣集

上册

中国人民大学金融与证券研究所/编

中国资本市场论辩20年

Rules and Conducts

*A collection of academic discussions of a hundred scholars
in 20 years of China Capital Market Forum*

道与术

中国资本市场论坛
20年百名专家争鸣集

上册

中国人民大学金融与证券研究所/编

中国人民大学出版社

· 北京 ·

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算起，迄今已迎来第20个年头，我们将在2016年1月9日举行第二十届（2016年度）中国资本市场论坛。中国资本市场论坛的历史，是中国资本市场的一个小小的缩影。中国资本市场论坛讨论的重要问题是中国资本市场理论研究的重要历史轨迹。从历史角度看，每一届中国资本市场论坛讨论的主题以及中国人民大学金融与证券研究所（FSI）为历届论坛提交的洋洋30多万字的研究报告之核心思想，在一定程度上引领了当时的资本市场理论研究，选取的问题都是当时乃至后续资本市场改革和发展所面临的重要问题。从1999年的“保护投资者利益与建立公正的市场秩序”到2002年的“中国金融大趋势：银证合作”，到2004年的“中国资本市场：股权分裂与流动性变革——全流通之路”，再到2009年的“全球金融危机：对中国和世界的影响”以及2010年的“大国经济与大国金融——寻求中国金融崛起之路”等，无一不是中国金融改革和资本市场发展当时或一个时期面临的大问题。

为让读者更真切地了解历届中国资本市场论坛的主题，特列示如下：

第一届（1997年度）中国资本市场论坛主题：中国证券市场“96回顾与97展望”

第二届（1998年度）中国资本市场论坛主题：亚洲金融风暴与中国资本市场深化

第三届（1999年度）中国资本市场论坛主题：保护投资者利益与建立公正的市场秩序

第四届（2000年度）中国资本市场论坛主题：中国资本市场：未来10年

第五届（2001年度）中国资本市场论坛主题：中国资本市场：创新与可持续发展

第六届（2002年度）中国资本市场论坛主题：中国金融大趋势：银证合作

第七届（2003 年度）中国资本市场论坛主题：中国上市公司：资本结构与公司治理

第八届（2004 年度）中国资本市场论坛主题：中国资本市场：股权分裂与流动性变革——全流通之路

第九届（2005 年度）中国资本市场论坛主题：市场主导型金融体系：中国的战略选择

第十届（2006 年度）中国资本市场论坛主题：股权分置改革后的中国资本市场

第十一届（2007 年度）中国资本市场论坛主题：中国资本市场：从制度变革到战略转型

第十二届（2008 年度）中国资本市场论坛主题：中国资本市场：全球视野与跨越式发展

第十三届（2009 年度）中国资本市场论坛主题：全球金融危机：对中国和世界的影响

第十四届（2010 年度）中国资本市场论坛主题：大国经济与大国金融——寻求中国金融崛起之路

第十五届（2011 年度）中国资本市场论坛主题：中国创业板市场：成长与风险

第十六届（2012 年度）中国资本市场论坛主题：中国资本市场：新起点、新机遇、新突破

第十七届（2013 年度）中国资本市场论坛主题：中国资本市场：制度变革与政策调整

第十八届（2014 年度）中国资本市场论坛主题：互联网金融：理论与现实

第十九届（2015 年度）中国资本市场论坛主题：中国资本市场：开放与国际化

第二十届（2016 年度）中国资本市场论坛主题：中国资本市场：风险与监管

在 20 年中国资本市场论坛的历史中，中国人民大学金融与证券研究所每年围绕主题，集体讨论后分工撰写一部偏学术的研究报告。更为重要的是，每一届中国资本市场论坛都会邀请国内外著名专家、学者和金融监管部门负责人发表演讲或参与讨论，这是中国资本市场论坛最为宝贵的精神财富，也是中国资本市场论坛得以成功的根本保证。他们在 20 年论坛的演讲和讨论是一个时代理论的缩

影。所幸的是，我们当时都做了（除 1998 年外）很好的录音整理，这些思想或见解才得以以文字的形式保持至今。这是一笔无价的精神财富。

本书《道与术——中国资本市场论坛 20 年百名专家争鸣集》中演讲、发言和讨论的专家学者多达百位以上，因而本书是真正意义上的思想争鸣集。这些专家学者几乎涵盖了这一时期中国重要的经济学者，他们中主要有：

1. 国家领导人和有关部门负责人

成思危、蒋正华、戴相龙、周正庆、尚福林、刘鸿儒、周道炯、吴晓灵、宁吉喆、姜建清、郑新立、纪宝成、程天权、屠光绍、鲁炜、唐双宁、易纲、杨凯生、季晓南、靳诺、朱从玖、赖小民、张东刚等。

2. 老一代著名学者

宋涛、黄达、董辅初、萧灼基、王传纶、陈共、周升业、胡乃武、赵海宽、戴园晨、陶湘、杨启先、秦池江、安体富、李茂生等。

3. 中生代学者或金融证券机构专家（按姓氏拼音排序）

巴曙松、贝多广、蔡明、曹凤岐、曹龙骢、曹远征、陈东、陈东升、陈淮、陈乃进、陈晓升、陈兴动、陈永民、陈雨露、川畑保（日本）、戴京焦、邓崇云、丁国荣、丁伟明、董安生、杜厚文、樊纲、范恒山、范剑平、方泉、方星海、冯惠玲、凤良志、高红冰、高坚、高培勇、高善文、郭庆旺、韩志国、何佳、何小峰、贺强、洪崎、侯宁、胡汝银、胡祖六、华生、黄达业、黄金老、黄泰岩、黄晓捷、黄运城、吉泽德安（日本）、贾康、焦瑾璞、景学诚、兰荣、李大霄、李稻葵、李伏安、李国旺、李华、李剑锋、李杰伟、李凯、李康、李连仲、李茂生、李青原、李玮、李扬、李勇、李振宁、廖理、林晨、林岗、林义相、刘国芳、刘慧勇、刘纪鹏、刘京湘、刘俊海、刘骏民、刘郎、刘李胜、刘振亚、刘志辉、刘志强、隆武华、卢克群、吕益民、马季华、马庆泉、缪建民、彭旭、平新乔、祁斌、邱晓华、裘国根、瞿强、邵健、施光耀、施炜、石小敏、水皮、宋逢明、宋清华、苏华、孙家琪、孙杰、汤珂、汤敏、汤世生、唐旭、滕泰、王大用、王东明、王广谦、王国刚、王化成、王坚、王开国、王连洲、王林、王旻、王明夫、王倩、王庆、王松奇、王文京、王宪章、王一鸣、王一萱、王云龙、王忠明、卫保川、魏加宁、魏杰、吴海坤、吴清、吴晓求、夏立平、肖风、谢平、徐光勋、徐宏源、徐雅萍、许美征、薛军、杨成长、杨东、杨瑞龙、杨

再平、叶檀、易宪容、员瑞恒、袁钢明、岳志明、翟建强、翟志强、詹向阳、张广慧、张鸿翼、张景安、张磊、张曙光、张为国、张维迎、张卫星、张新、张新文、张燕生、张勇、张长虹、章政、赵瑞安、赵锡军、郑德龟（韩国）、郑跃文、周春生、周明、朱朝阳、朱青、朱武祥、竹内大介（日本）、祝献忠、左安龙、左小蕾等。

我们还要感谢历届中国资本市场论坛的大会或模块主持人，他们中既有专家学者，又有著名栏目主持人和记者。他们是（按姓氏拼音排序）：

阿忆、艾诚、陈雨露、崔勇、丁国荣、董少鹏、方泉、冯惠玲、郭庆旺、何刚、胡紫薇、黄彦、计渝、李楠、李青原、李雨霏、刘纪鹏、刘元春、马庆泉、瞿强、施光耀、王明夫、王忠明、吴晓求、谢平、严晓宁、杨建群、姚振山、张泉灵、赵锡军、朱利、祝献忠等。

除中国人民大学金融与证券研究所作为论坛的发起单位外，《中国证券报》和我们一同走过了 20 年历程，一直承担着中国资本市场论坛共同主办者的角色。中国人民大学财政金融学院、新疆金新信托投资股份有限公司、兴业证券股份有限公司、中国银河证券股份有限公司、野村证券株式会社、中原证券股份有限公司、北京银行、湘财证券有限责任公司、光大证券股份有限公司、国元证券有限责任公司、申银万国证券股份有限公司、山西证券有限责任公司、中国三星金融集团、上海重阳投资有限公司、天音通信控股股份有限公司、安信证券股份有限公司、齐鲁证券有限公司、财达证券有限责任公司、华融证券股份有限公司等金融机构，分别在不同时期作为联合主办单位，与中国人民大学金融与证券研究所和《中国证券报》一起主办中国资本市场论坛，资本市场杂志社和鑫苑（中国）置业有限公司亦对论坛的成功举办做出了重要贡献。它们的加盟，使中国资本市场论坛得以延续至今，令人铭记。

需要说明的是，由于时间所限，有些专家学者的演讲和讨论内容未经本人审阅，但都是忠实于录音。收录他们珍贵的发言内容，目的是存留一段珍贵的历史，沉淀一片理论财富。

中国人民大学金融与证券研究所李永森教授负责本集的选编。

由于篇幅所限，历届论坛的各种致辞和小结，如与本论坛核心内容无关，都删去了，望相关人士谅解。

中国人民大学金融与证券研究所

2015 年 11 月 10 日

目 录

上 册

第一届（1997 年度）中国资本市场论坛演讲录	1
第二届（1998 年度）中国资本市场论坛演讲录	17
第三届（1999 年度）中国资本市场论坛演讲录	18
第四届（2000 年度）中国资本市场论坛演讲录	53
第五届（2001 年度）中国资本市场论坛演讲录	63
第六届（2002 年度）中国资本市场论坛演讲录	83
第七届（2003 年度）中国资本市场论坛演讲录	143
第八届（2004 年度）中国资本市场论坛演讲录	181
第九届（2005 年度）中国资本市场论坛演讲录	244
第十届（2006 年度）中国资本市场论坛演讲录	310
第十一届（2007 年度）中国资本市场论坛演讲录	377

下 册

第十二届（2008 年度）中国资本市场论坛演讲录	445
第十三届（2009 年度）中国资本市场论坛演讲录	502
第十四届（2010 年度）中国资本市场论坛演讲录	595
第十五届（2011 年度）中国资本市场论坛演讲录	646
第十六届（2012 年度）中国资本市场论坛演讲录	707
第十七届（2013 年度）中国资本市场论坛演讲录	776
第十八届（2014 年度）中国资本市场论坛演讲录	825
第十九届（2015 年度）中国资本市场论坛演讲录	884

第一届(1997 年度)中国资本市场论坛演讲录

本届论坛主题：“中国证券市场‘96 回顾与 97 展望’”

第一届(1997 年度)中国资本市场论坛于 1997 年 1 月 11 日在北京国际会议中心举行, 本届论坛由中国人民大学金融与证券研究所等主办。会议主题是“中国证券市场‘96 回顾与 97 展望’”。在论坛上先后发言的专家学者有吴晓求、王国刚、李茂生、王松奇、秦池江、杨凯生、张曙光、徐雅萍、马季华、许美征、宁吉喆、黄运城、贾康、卢克群、陈雨露、高坚、贺强。黄达、陈共、周升业、胡乃武、杜厚文、吴天林、魏杰、李扬等出席了论坛。

吴晓求先生(中国人民大学金融与证券研究所所长、教授、博士生导师)

二级市场在我国已有 6 年的发展历史, 1996 年是最重要的一年, 表现为: 市场规模的扩大, 运行机制的不断规范化, 投资者心理素质的提高。证券市场对经济发展的促进作用日益明显。1996 年最后两周, 由于政策的干预, 股市出现了较大幅度的回调。但整体上看, 1996 年仍然是“长牛”年。这是宏观基本面进一步改善的结果。

1996 年中国证券市场发展经历了三个阶段:

第一阶段是从 1996 年 3 月至 10 月中旬。这期间, 上证综合指数从 550 点左右上涨到 900 点附近, 深圳成分指数从 1 000 点左右上涨到 3 000 点附近。这一阶段的主要特征是绩优股领涨, 投资者有一定的风险意识, 收益与风险处在相对均衡的状态。因而, 这一阶段的指数成长, 我认为基本上是正常的、合理的。我把它称为合理成长阶段或者说理性投资阶段。

第二阶段是从 1996 年 10 月中下旬到 12 月中旬。这期间, 上证综合指数从 900 点附近猛涨到 1 250 点以上, 深圳成分指数从 3 000 点附近猛涨到 4 500 点以上。这一阶段的特征是爆炒个股、恶炒垃圾股, 投资者的风险意识极度淡漠, 其指数的成长带有很强的投机性, 泡沫成分急剧增多。我把这一阶段称为泡沫产生

阶段或者说过度投机阶段。

第三阶段是从 1996 年 12 月中旬开始，到今天仍未结束。由于受到政府强有力的干预，这一阶段的最初 6 个交易日，上证综合指数从 1 250 点附近下泻到 900 点左右，深证成分指数从 4 500 点的历史最高位狂泻到 3 000 点左右，跌幅之深，跌势之猛，实属罕见。这一阶段的主要特征是，绩优股和含权股微挫，垃圾股暴跌，投资者信心严重受挫，但风险意识得到切切实实的加强。这一阶段的指数下调带有明显的非市场色彩。我把它称为强行灭泡阶段或者说强行整理阶段。

1997 年是我国政治生活和经济生活非常重要的一年，也是我国证券市场充满希望的一年。这一年，我国的宏观经济政策将在 1996 年政策的基础上保持其连续性、稳定性和必要的灵活性，宏观经济运行也将在 1996 年成功地实现了“软着陆”的条件下保持良好的态势。就对我国证券市场的影响而言，我国的宏观经济政策和宏观经济运行在保持其连续性、稳定性前提下，将会发生一些重要变化：

一是，货币政策会有进一步的微调。主要表现是，为了保持国民经济持续、高速增长，货币供给量和信贷规模会有较大幅度的增加，货币政策的重要工具存款准备金也会有所降低。存款准备金的降低，虽然主要是为了改善中央银行的金融宏观调控机制，但不可避免地会对证券市场发生影响。

二是，由于 1996 年宏观经济实现了软着陆，经济运行的宏观环境趋于良性，在这样的条件下，1997 年我国国民经济增长率将快于 1996 年，在 11% 以上。受某些基础产品调价的影响，通胀率难以进一步降低。国民经济较高速度的增长为 1997 年我国证券市场的发展创造了有利的宏观背景，而为了通胀率目标的实现，则使 1997 年的利率难以有下调的空间。

三是，规范证券市场发展的一些重要法规和措施，有望在今年出台，其中包括《证券投资基金管理办法》《中外合作基金管理公司暂行办法》《可转换公司债券管理办法》等。这些法规和管理办法的出台，有利于促进我国证券市场的健康发展。

四是，新的经济增长点的启动，将使我国的经济进入一个新的增长周期。由于上市公司的素质和业绩平均说来要高于全国企业的平均水平，所以，上市公司的业绩会随着新的经济增长点的启动而有较大幅度的改善。这是今年我国证券市场充满希望的经济基础。

在上述宏观背景下，1997 年我国证券市场仍将是充满希望的一年。在稳定、规范、监管的基础上，证券市场的总体走势是向好的方向发展，指数会有一定幅

度的升值空间。应当特别强调的是,我国证券市场由于是新兴的、处在高速成长阶段的市场形态,其成长率高于国民经济成长率是非常正常的。从结构上看,蓝筹股、绩优股、成长股以及国际政策重点支持的产业股票,在今年仍会有良好的表现;与新的经济增长点密切相关的产业的股票,也将成为投资者青睐的对象。可以预测,证券市场运行将逐步趋于成熟、理性。

王国刚先生(中国社会科学院金融研究中心副主任、研究员)

1995 年以来证券市场开始注重规范化,但主要应规范什么呢?是运行机制和主体行为。在 1996 年最后两个月时间里,我们听到一个非常有趣的说法,即“投资者过度投机”,我们要简单探讨一下这个问题。中国证券市场的投资者大体可以分为两类:一类是个人投资者,即我们常说的散户、中小投资者,有 2 100 万;一类是机构投资者,这类又分为上市公司、证券公司,以及不属于上述两种的单纯的机构投资者。机构投资者的共同特征是,不管其资金是募股还是国有,都是公有资金。那么,我们说过度投机,到底是谁在过度投机?

理论上可以证明,用公有资金投机具有无穷大的风险。有大量信贷资金进入股市,也是有证据可查的。

讲到过度投机时,许多人看的是个人投资者,但个人投资者拿的是自己的资金。机构投资者有着种种的内部信息渠道,在股市发生重大的变动之前,它们已经做了预先的准备,其结果受损害的是 2 000 多万中小投资者。这里提出一基本命题是:规范首先应规范谁?我认为,应先规范各种机构。不能将眼光盯在千万小投资者身上,这种倾向不好。希望在这一方面要采取实实在在的措施,保护中小投资者。对于机构应从根本方面使其行为规范化,这是股市健康发展之根本。

还有一个问题需要说明,这就是为什么有人对储蓄存款下降这么担心,认为都应把钱存到银行才对,不存银行,贷款会出问题,贷款会无资金。如果做最简单的假定,假定全国城乡储蓄存款都没有,大家的资金都通过直接融资进入资本市场后进入各个机构,各个机构将资金转存银行。这样,银行存款总量不变,只是科目做了调整,实际上银行贷款资金并没有减少。用储蓄减少指责证券市场发展是没有道理的。除证券市场外,房改、国债发行,也分流了部分储蓄存款。

李茂生先生(中国社会科学院研究生院副院长、教授、博士生导师)

1997 年证券市场总体判断是会有很大的发展,这是不以人的意志为转移的。

一、关于改革。改革的许多问题,都留在本世纪最后几年。国有企业究竟怎

么办，恐怕现在只有股份制改革这条路。银行包袱背不下去，要解决负债率高的问题，要解决资本金不足的问题，究竟谁来投资，不能寄希望于国家拿财政资金来投资，不利用证券市场恐怕不行。

二、关于发展。我国经济增长在紧缩的谷底还有 9.6% 的速度，我估计今年增长速度将不会低于 11%，经济发展给证券市场带来重要影响。证券市场本身发展不足是最大问题，供不应求必然带来非理性投机、非法投机。要在发展中求规范，停滞中的规范是永远规范不起来的。关于宏观经济政策，我理解晓求同志刚才讲的宏观政策的“一定的微调”就是一定的放松。去年货币政策的一定放松使储蓄分流 4 000 亿元，投入证券市场，今年将分流 5 000 亿元左右。领导者、主管部门应从发展角度规范证券市场，首先要规范的是政府行为，其次是证券机构、交易所、上市公司和机构投资者，最后才是中小投资者。

三、关于社会储蓄资金的转化问题。情况是这样的：去年 5 月 1 日降息以前，大体每月储蓄存款增长 1 100 亿元，而 5—11 月（12 月数字不知）平均每月增长不到 600 亿元，降息前后每月净增加量有 500 亿元的差额，这个差额到哪儿去了？转到证券市场上了。证券市场不发展，会出现问题。

四、关于政府行为规范化问题。政府行为规范，不可能寄希望于一年半载有很大改变，这涉及政治体制等很多方面的问题。同时，事情也在变，如证监会 1996 年朝规范化方向前进了一大步。它制定了一些法规、进行风险宣传、处理了违规违法机构。但是，有关部门不要对股价变动过分关心，只要教育投资者理性投资，打击处罚违法机构即可。1997 年在这方面应有进步。我的意思是，不要通过非常规性行为随意去调控证券市场。现在的情况，一是不可能关闭证券市场，二是还要发展证券市场。我相信，1997 年政府行为规范化发展会有进步，进步多大则不好说。

王松奇先生（中国社会科学院财贸所研究员）

一、对 1996 年“证券热”的评价。从中国宏观经济政策调节的轨迹看，1996 年的“证券热”是政府宏观经济政策调控成功的极大反映。从 1993 年开始，宏观经济政策以紧缩为调节方向，经过几年调控，通货膨胀下来了，去年人民银行总行采取一系列的措施，如降低利率、取消保值补贴率，这些措施实际是总量控制前提下对货币市场进行的价格调节。管理当局力图通过这种调节将储蓄资金从间接融资领域压出来，使之流向直接融资领域。去年的“证券热”正是居民在金融资产替代选择上符合政策意图的表现。然而，随着股票市场的升温，大家开始担心出事，所以有了《人民日报》特约评论员文章以及之后出现的股票市

场急剧降温的情况。对于这种做法，我们社科院的几位同志认为有些不大恰当。在一个市场形态的发展阶段，动用舆论手段来影响市场，本身是一种不规范的做法。

二、对 1997 年证券市场形势的看法。1997 年，货币政策调节的重点应从价格调节转移到数量调节上来。理由有：(1) 通货膨胀率下降了；(2) 外汇储备达到了 1 000 亿美元以上；(3) 在公布的增长率后面存在着巨大的失业和越来越大的“三角债”。在这样的大背景下，我们需要一种数量启动。1997 年的证券市场应有一个好的形势。我们应利用宏观经济政策，对整个宏观经济进行刺激、启动。由于中央银行实行资金、规模双重控制，导致我国银行内部存在大量的非盈利资产，存在着资源的巨大浪费。不仅如此，国有银行还要承担大量的政策性业务，这些直接导致间接融资效率低下。资金在发展中国家是一种稀缺资源，闲置的货币资源应该运用起来。我们现在谈增长方式的转变，关键要转变资源配置的方式，也就是将资源配置的权力交给市场，大力发展直接融资，把投资风险从政府转移到股民、企业，实现投资领域的“风险和权力下移”。把投资的权力下移，交给老百姓，交给企业，让他们在市场中自由选择，同时，也实现风险转移。

三、资本市场发展过程中政府应充当何种角色。市场经济应该由“看不见的手”来调控，“看得见的手”在市场中只能失灵，或其征兆已明显出现的条件下才能使用，不能滥用。正如弗里德曼所说的：“世界上大多数坏事，大都是好人干的”。虽然政府的动机是怕出现风险，但如果干预太多，又不规范，那对整个经济的增长将会带来负效应。市场经济就像组织一场比赛，政府只应当裁判，及时处罚违规行为，而不能动辄取消比赛。1997 年，政府应给予市场稳定的、连续的政策扶持，大力发展直接融资，不能让银行背更多的包袱。经济发展的机遇几年才有一次，应该秉承小平同志的“发展才是硬道理”的思路，珍惜这个机遇。

秦池江先生（中国人民银行金融研究所所长、研究员）

中国股市的投资者非常关心国家的宏观经济政策，关心什么样的政策将为股市营造一个利好的情况；同时宏观调控者也非常关心股市处于什么样的状态。投资者想从宏观经济政策中寻找进一步发展的机会，同时宏观调控者也感到证券市场随时都有风险，当这种风险超过一定程度时，就不得不采取一些措施进行抑制。我想，在中国能否达到这样一个结合点，既避免宏观调控中可能出现的一些情况，又使我们的市场能够活跃、成熟起来。

这里，我对 1997 年的证券市场发展谈几点看法。

一、1997 年，我们依然要实行“适度从紧”的货币政策。这一政策对证券

市场来说是积极的，而非消极的。因为它将使资本市场有一个正常的价格信号，使证券市场的资金供给处于稳定的状态；有利于提高企业的经济效益，使上市公司有更好的业绩；有利于证券市场的规范化管理。

二、对目前利率水平的看法。我国目前的储蓄存款利率处在一个比较合适的水平，因为名义利息率和实际利息率的差距只有 1~2 个百分点。储蓄存款是全国人民支援国家建设的表现，对之不给予一定的正利率是不对的。所以，再次降低利息率是不合适的，它将损害大多数储蓄存款者的利益。保持适当的正利率，是给小额投资者提供一个可以进行市场利率比较的参数，存钱应当得到一个相对低限度的收益水平。适当的利率有利于稳定企业的资金，使之更好地从生产、交易中获取适当的收益率，有利于合理的资金分配，防止资金的过分流动。

三、分业管理有利于证券市场的正常运行。证券市场的投机说明我们对分业管理执行的力度还不够。大量的信贷资金、企业流动资金和财政资金通过不正当的渠道流入证券市场，这些国有资金抬高了证券市场的价格，从客观效果来讲，是一种负面作用，加大了证券市场不稳定的因素。所以，分业管理有利于规范机构投资者的行为。在 1997 年应实行严格的分业管理，加强资金监管本身就是一个促进证券市场发展的宏观政策。

四、关于准备金率的问题。各方面都在猜测中央银行是否会降低准备金率。我认为这方面的理论讨论和政策讨论已有时日，但准备金率的降低只是间接有利于证券市场的发展，并非将资金直接引向证券市场。它实际是改善中央银行和商业银行的资产负债结构，调整后，有可能为证券市场，尤其是国债市场、企业债券市场和基金市场的发展，提供新的机遇。

总之，我们不应使宏观调控和证券市场的发展形成二极，而应使之相互找到一个结合点，这将符合中国特色的市场经济发展的要求。

杨凯生先生（中国工商银行副行长、副研究员）

研究 1996 年证券市场的变化，要注意这样一个重要事实：去年 3、4 月份直至 7、8 月份在股市上涨的同时，储蓄存款也在稳步大幅增长；而 8、9 月份以后直至 12 月份，股市火爆的同时，储蓄存款增长的势头减弱了，有些省市甚至出现了绝对额的负增长。

这一事实说明了以下问题：

1. 1996 年上半年，股市上涨时，真正进入股市的是机构资金，与此同时，出现的是银行不规范的对券商融资的行为，正如《人民日报》特约评论员文章所说的，信贷资金确实在里面起了一定的作用。许多个人投资者特别是前两年被套

住的个人投资者多数则是解套后，取出钱来存入银行。

2. 1996 年下半年储蓄增幅的减缓不能简单归结为 8 月份的调息。大量新开户的股民进入股市导致了居民储蓄的大量分流。相反，券商的资金并不紧张，银行同业存款稳定也说明了这个问题。

在去年大量的从来没有涉足过股市的中小投资者进入股市后，究竟应该怎样看待这个问题？是不是我们担心银行的储蓄减少，担心银行资金不足就紧张了？事实并非如此。正如前面有些同志所说的，储蓄存款的减少，必然表现为其他存款的增长，去年下半年，银行的头寸并不紧张。所以，我想，下决心对股民进行一次风险教育，或是说政府进行必要的调控，出发点并不是出于担心银行头寸紧张，而是出于对没有任何投资经验的中小投资者大量进入股市的关注，对他们所可能面临的风险的关心。因为我们知道，股市暴涨之后必有暴跌，我们是听任这种情况自然出现还是设法努力避免它、控制它？当然这里有个问题，就是控制的方式和效果是否好？实际结果如何呢？是否如有人所担心的那样，广大的中小投资者被套住了，遭受了重大损失，而真正兴风作浪的机构却没有得到应有的惩罚？这里也有几个事实，提供给大家思考：

1. 从调控的客观效果来看，总体上，无论是上海还是深圳，指数并没有出现大家担心的暴跌或一连多少个跌停板的状态，而是在一个较短时期内基本上处于稳定状态。

2. 从机构的操作来说，事实上并不是如有人担心的那样，放纵了用国有资金炒作的人，而使老百姓的个人资产遭受损失。实际上有关部门对违规的机构也采取了许多严厉措施，业内人士应该深深感到这一点。

总之，我认为，我们应对这一次调控股市的愿望给予理解，同时也对调控的效果给予一个公允的评价。

张曙光先生（中国社会科学院经济所研究员、博士生导师）

我谈以下几个问题：

第一是关于证券市场。去年 10 月份以后股市污气冲天、投机严重，到 12 月底《人民日报》发表特约评论员文章，才基本结束。我认为这个问题好的一方面就是政府并未像对待国债期货市场那样采取直接关闭的措施，但是采取舆论工具干预股市也值得研究，因为这不是一个规范的措施。对于股市的过度投机，政府可以有多种措施加以选择，如加强对机构违规操作的监管和处罚等。所以采用舆论工具干预证券市场可以说是开了一个不很好的先例。

第二是关于宏观经济问题。目前对 1996 年经济形势一个普遍的概括就是：

宏观好，微观不好。我认为不尽然。所谓宏观好，主要是达到了政府年初的调控目标。宏观经济形势的主要指标是经济增长和通货膨胀，同时还有失业问题，但看来失业还没有进入宏观经济决策者的视野。事实上我国的就业形势非常严峻。所谓微观不好的一个重要论据就是效益下降、亏损增加。我认为问题是存在的，但并不像人们想象得那么严重，因为在目前的体制下，内部人控制操纵账目的问题很严重。举例来说，城镇居民的灰色收入的增长在速度和数量上都超过正式收入的增长。关于宏观经济政策，我从 1995 年年初就认为我国已到了改变适度从紧的政策的时候了。事实上去年的一些操作，如两次调低利率就是在改变这一形势。不论利率在我国有多大的作用，这一政策本身就表明了松动。今年总的政策从有关部门获得的信息仍然是适度从紧，但由于财政上的困难，财政政策的作用不大，而货币政策也有沉重的包袱，除银行的不良资产外，还有规模超过 1 000 亿美元的外汇储备。外汇储备是一种资源，而且是稀缺资源，外汇储备过少，固然有很大风险，并不足取，但外汇储备过多，也是一种资源浪费。对于这些处于稀缺资源状态的储备，我认为完全可以用来支持我国的战略产业和国产品牌的发展，但目前银行全盘收购外汇的做法使得中央银行的负担加重。

在上述情况下，由于间接融资存在困难，财政状况不好，发展直接融资和证券市场就是一个很重要的方面。1996 年的宏观形势是比较平稳的，鉴于目前的经济状况和政治形势，特别是连续两年农业丰收，外汇储备大量增加，货币政策逐渐松动，以及香港回归和十五大的召开，预计 1997 年的经济增长还会适当加快，但不会有太大波动，仍然会保持一个相对平稳的局面。这些许是目前达成的一个社会共识或者形成的一个普遍预期。所以，我认为 1997 年的证券市场会有进一步发展。

徐雅萍女士（中国证监会研究信息部主任、博士）

我的发言不代表我所在部门的意见，纯粹是我个人的一点随想。

第一是在证券市场发展的这几年，我体会到应当让经济学家们从书斋中走出来，让他们的理论和市场经济相结合，使经济学大众化，这就会使经济学变成一种资源促进经济的发展。国外的情况就反映了这一事实。

第二是对于 1997 年的展望，我有一个深刻体会：我国的证券市场与发达国家和新兴市场确实不同，从投资者到政府监管决策者都不同。我们必须面对这一现实，由于证券市场是一个非常复杂的系统，因此对于从国外拿来的东西必须加以革命性的改造才能运用。

第三就是市场参与者的自律。虽然我国的证券法尚未出台,但法规总体框架已经建立,由于许多涉及证券市场发展的重大决策难以推出,因此市场参与者与监管者都必须严格自律。

第四是我国的资本市场是建立在公有制基础上的。在这一基本前提下,市场中发生的许多问题都可以从公有制这一基本前提中找到线索。除了国家对国有资产的管理需要系统完善以外,还有一个重要因素就是所有的市场参与者都应正视这一现实,都有责任帮助政府完善成熟现代企业制度,协助市场的顺利发展,从而实现自身的价值。

第五就是成熟是需要时间的,也会付出代价。年轻的市场在成熟的过程中会有许多起伏,在每个起伏的过程中市场参与者都会逐步成熟。我们应当在目前开放的形势下缩短成熟的时间,之所以能做到这点,是因为我们可以在现有的电子、通信技术等这样一个新起点上运作这一市场。

第六点是对于市场来说最重要的是信心。我们不当因为发展过程中有起伏而丧失信心。投资者如果没有信心就不会入市,也就形不成融资市场。

我认为宏观经济的发展状况永远是证券市场的灯塔。我国目前面临国有企业改革问题,我认为最迟明年年底将会有答案。对国有企业改革,股份制可能不是唯一的但或许是一个较好的选择,这样就可以把政府、财政和商业银行解脱出来,把风险分散给全社会,实现真正的生产资料公有制。因此资本市场的前景是广泛的,有着巨大的潜力。但是困难也是有的,这就需要我们每个人的共同努力。

马季华先生(国家计委财金司证券处处长)

在谈到 1996 年的证券市场时,大家都提到风险问题,去年的股市涨落对于股民乃至全国人民都是一次很好的风险教育。我谈一下企业债券的风险教育问题。群众承受风险的能力虽然在逐步地提高,但现实情况是我国的企业债券如不能偿还仍会引发社会问题,说明人们的承受能力仍然不够。随着直接融资规模的扩大,大部分人对 1997 年都有较好的形势预计。我个人认为,股票、企业债券、国债规模都会有所扩大,这就有一个如何保证偿付企业债券的问题。目前情况下,企业不偿还债券是不可接受的,因此有必要对这一问题加以研究。完善我国企业债券的发行、资金的合理使用和偿还等各方面的管理,还有待我们进一步的努力,这会使我国今后的直接融资更规范,为经济的进一步发展奠定良好的基础。

许美征女士（中国证券业培训中心主任）

1997 年，我对投资基金寄予厚望，希望 1997 年能真正成为基金年。理由有三：

1. 从资源的优化配置来讲，银行储蓄要分流。旧的资源配置方式以计划为主，资金来源靠财政。现在国内储蓄结构已发生变化，过去以政府为主，现在政府储蓄只占 5%，企业储蓄占 25%，个人储蓄占 70%。而个人储蓄主要进入银行。但是由于银行的改革滞后，银行资金尤其是固定资产投资基本上还是计划分配，这种资源配置方式缺乏风险约束。按经济学的观点，没有风险，就没有收益。因此，在商业银行改革困难条件下，银行资金应该分流，让个人投资者承担风险。分流应采取发达国家资本市场的经验，即通过投资基金把个人储蓄组织起来，进入资本市场，发挥市场配置资源的作用，以提高资金效益。

2. 从企业改革来讲，现在企业有两个问题：一是对上不能抵制行政干预；二是对下不能对经营者形成产权约束。现在我国经济生活中“内部人控制问题”很严重，企业亏损有些是假的。所谓“内部人控制问题”，是指经营者为了个人利益而损害资产所有者的利益。原来政府对企业控制很严，改革以来，放权让利，对企业的行政控制放松了，但是企业里没有产权主体，没有形成对经营者的产权约束，因而出现了“内部人控制问题”。分流个人资金到资本市场，组成机构投资者，包括培育养老基金、保险基金，入到企业，形成企业产权主体多元化。这样对上可以抵制行政干预，对下对经营者形成产权约束，从而解决企业“内部控制人问题”。

3. 从银企债务重来讲，现在银行企业改革遇到的一个问题是银行不良资产过多，企业债务沉重。这是为什么？虽然有经济效益不佳等多种原因，但主要是储蓄结构的变化，政府储蓄只占 5%，政府没有钱给企业。企业钱从哪来？到银行去贷款，所以负债率高。因此解决这个问题就要找到新的投资者。由于个人储蓄已成为国内储蓄的主要来源，那么怎样使人成为新的投资者？让个人分散去买股票，这不是一个好办法也不利于股市稳定。同时，从证券市场本身来看，也需要发展机构投资者。因此，发展投资基金，把个人储蓄组织起来，让专家去管理，并进行债务重组，从而可以有效地解决企业过度负债，进行银企债务的重组。

总之，我觉得通过投资基金可以一箭三雕：解决资源优化配置问题，解决国有企业改革问题，解决银企债务重组问题。这些都是当前改革的重要问题。

宁吉喆先生（国家计委长期规划司产业政策处处长、博士）

我主要讲经济增长和产业政策问题。1996 年的经济形势有两个要点：一是