

制度约见未来

中国金融与资本市场焦点问题研究

蔡红标◎著

SYSTEM TO FORESEE
THE FUTURE



人民日报出版社

制度约见未来

中国金融与资本市场焦点问题研究

蔡红标◎著



人民日报出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

制度约见未来 : 中国金融与资本市场焦点问题研究 /
蔡红标著. —北京 : 人民日报出版社, 2017. 1
ISBN 978-7-5115-4495-7

I. ①制… II. ①蔡… III. ①金融市场—中国—文集
②资本市场—中国—文集 IV. ①F832.5-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 024373 号

书 名: 制度约见未来: 中国金融与资本市场焦点问题研究
作 者: 蔡红标

出 版 人: 董 伟
责任编辑: 周海燕
封面设计: 墨航工作室

出版发行: 人民日报出版社

社 址: 北京金台西路 2 号

邮政编码: 100733

发行热线: (010) 65369509 65369527 65369846 65363528

邮购热线: (010) 65369530 65363527

编辑热线: (010) 65369518

网 址: www.peopledaily.press.com

经 销: 新华书店

印 刷: 北京凯达印务有限公司

开 本: 710mm×1000mm 1/16

字 数: 200 千字

印 张: 13

印 次: 2017 年 3 月第 1 版 2017 年 3 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978-7-5115-4495-7

定 价: 39.80 元

谨以本书献给我的家人！

序言



中国改革开放的历史实际上就是一部中国经济的制度变迁史。中国今天所取得的伟大成就，从根本上说，它完全是我国社会主义市场经济不断改革与完善的结果。为此，我们感到自豪，但并不自傲。历史车轮滚滚向前，不发展就会落后！今天，如何实现两个百年目标，对于我们所有人来说，既是励精图治之目标，同时也是动力源所在！为此，无论是作为一个经济理论工作者还是一个金融从业者，我们均有责任为中华民族的伟大复兴而贡献自己的一份力量。

随着中国经济成为全球第二大经济体，同时也是全球第一大贸易国，面对当前“三期叠加”的复杂局面，如何更好地推动中国经济健康增长，实际上不仅是决策者需反复斟酌，我们每个经济工作者和经济学人都有责任去研究和思考，将其所思、所得，公之于世进行切磋和交流，或及时直接提交给决策部门进行参考，这才是真正的学以致用。在这方面，蔡红标同志做得很不错。他参加工作 20 多年来，特别是博士毕业后，发表了大量的经济、金融方面的文章，尤其是过去五年来，虽然数量较前有所减少，但研究领域大为扩大，而且质量、深度有很大提升。他把过去 5 年来发表的精品文章积集成书，可喜可贺！尤其是其中的几个主题，形成了系列，前后联系起来阅读，对读者也一定会有所启发。

这是一部论文集。该书有许多有关经济热点和焦点问题的论述，是读者感兴趣的。但是，我认为，最为精彩的是有关我国改革开放以来金融发展的历史类的若干论文。在其中，作者从制度变迁角度，以人民币汇率为纽带、以中美乃至国际比较为主线，从货币政策、宏观经济、股市、保险资产管理等多方面进行了全面而广泛的论述：

一、中国经济已经经历了前所未有的快速增长周期，取得了令人惊叹的经济奇迹，特别是进入新世纪以来，更是成功跨越了两次国际性经济危机，中国的国际地位得到大幅度提升。另一方面，长期发展过程中所积累的多重矛盾也存在爆发金融危机的风险。我们既要看到近年 6.7% 的经济增速来之不易，但也要看到我们的经济增长也越来越受到方方面面的约束，有的还是硬约束。其中，中国所面临的国际环境是需要值得我们高度关注的因素：既要关门过好自己的小日子，同时更要开门迎客，百年前的闭关锁国已被铁的事实证明是死路一条。显然，目前的中国经济情况已经开始脱离科斯《变革中国》中所涉及的时期。本书《全球视角下的中国经济及其发展态势》一文，论述的就是在新时期中国经济向何处走的问题。（1）其核心观点是，在汇率的放大镜下，中国经济的增长可能没有很多人想象的乐观，“中国未来保持两位数的名义增长率殊为不易”，但更为不易的是，以国际标准看，中国 GDP 总额与美国差距缩小所需的时间或许会超出大多数人的预期；（2）在汇率的高压水龙头下，人民币升值的步伐，如作者分析的那样，在 2014 年初嘎然而止；目前的问题是，人民币汇率未来究竟如何？不管是贬值趋势已经形成，还是贬值是对前几年过度升值的自然修正，未来的走向比今天更值得我们关注。作者在书中明确告诫市场。未来应特别关注两条红线：一是 8 元的价格关；二是 2.5 万亿美元的外储。至于这两条红线是如何得出的，作者并没有把其计算过程奉上，相信是其经过认真测算后得出的；（3）在汇率的三棱镜下，中美两国之间的利差比过去任何时候都显得清晰，这解释了过去很多难以解释的现象，例如，为什么 2008 年次贷危机后全世界的资金涌入美国、而中国实际利用外资仍在持续增长？例如，为什么中国经济增长速度是美国两倍甚至三倍的情况下，这两年外汇占款却下降了 4.4

万亿元？为什么近年 M2 增长了数倍，而金融市场每天还高度关注央行的公开市场操作？等等。作者基于长期的观察和金融实务，在 2008 年 12 月就对货币政策进行了认真而又卓有见地的分析，明确指出，中国的货币政策未来价格（利率）下调空间不大，而数量扩张成为主流；而在 2016 年年末之际，《中国或将进入货币被动紧缩期》一文又告知读者，流动性盛宴的《难忘今宵》已经响起。其根本原因就是美联储已经进入加息周期。主因就是美国经济复苏良好。根据媒体报道，美国 2016 年 11 月的失业率低至 4.6%，是 2007 年 8 月以来的最低值，美国已经非常接近充分就业了；其次，美国 2016 年三季度 GDP（年化后）高达 3.5%，是 2004 年以来的最强劲增长。正如作者文中所言，在此情况下，美联储一定会把利率正常化作为未来两年的首要目标；而且，作者特别指出，“美联储在大级别危机后的应对总是慢于市场预期”；但一旦进入加息周期，其加息频率也会快于预期，例如 2004 年 6 月 -2006 年 6 月的两年间，美联储把基准利率从 1.5% 一路加息至 5.25%，其中 2005 年更连续八次加息。由于中国对外依存度较高，特别是面临棘手的人民币汇率问题，因此作者明确警示，“中国或将被动紧缩货币”。至于货币被动紧缩后，降杠杆会否加速？信贷驱动性增长能否持续？中国经济增长会否失速？供给侧改革是否调整？这一系列问题，作者并没有进一步论述。有的问题，2016 年 12 月的中央经济工作会议已经明确，还有的问题则需要时间来回答。不管如何，我的理解，除了受制于报纸版面问题外，作者的本意就是文章已经点题，后续如何，就需要读者自行思考了。

二、从作者的工作经历看，股市无疑是其颇为熟悉的领域。在就读博士之前，作者所写的文章是给股民或者说中小投资者看的，算不上什么理论性。这几年，作者开始更多从制度层面，从国际比较视角，开始深思中国股市。这样，跳出市场看市场，反而收获不小。2013 年他所写的三篇文章，即《从国际竞争力看中国股市》《借对外开放之力助推股市市场化进程》《A 股正经历较长转型期》，是相互关联、侧重又不同的系列文章，根据作者和我的交流，实际上是作者在 2013 年清明节前后利用一周时间“闭关”的

成果。对于股市，我并不熟悉，我只是看到“中国股市的转型期还很漫长”，可能要到2021年；但是，作者又说在2017年前，股市会有一次冲击4800点的大机会。我只是知道，2015年上半年股市很热，但似乎突然之间，又出现“股灾”了，其中究竟隐含了多少制度因素、市场又付出了几许“交易成本”，书中没有说。不管如何，作为一个长期从事制度经济学研究的学者，我对于作者反复提出的制度建设、提升市场透明度等观点是非常赞成的。常常听到我们的监管者骂人“妖精”、“害人精”，但他们却不致力于制度建设，或者如发行注册制改革有了“时间表”后又无疾而终。可见，中国股市距成熟市场还有很长的路要走。

三、作为一个教授，更是作为一个普通的城市市民，近年来我对房价也颇为关注。我们一般人是从所住城市的房价变化来体会“幸福指数”。蔡红标提供了一个宏观分析房价的新视角。《货币、房价和国民财富》从货币，特别是全国性居民存款与全国性房地产销售金额的比较角度澄清了过去很长时间国内的“错误认识”：过去我们总认为中国是高储蓄率国家，但作者分析后认为，现在国民人均储蓄只能购买7平方米房子，民众“储蓄房产化”倾向十分明显，特别是2015年以来居民杠杆率的大幅提升令人不安；在中国已经进入“老年化社会”后，未来养老、医疗的压力很大，在此情况下，进一步抬高房价、房地产的火爆还能不能持续？当然，我们十分欣喜地看到，以习近平同志为核心的党中央及时发现了问题，在2016年国庆后大力度调控了全国20多个一、二线城市的房地产。2016年12月中央经济工作会议，根据“房子是用来住的，不是用来炒的”这个基本定位，决定采取有效措施来调控房地产市场，更使我们对这个老大难的民生问题的解决，增强了信心。它再一次证明，我国的市场化改革，绝不能否定“政府更好的起作用”这个基本原则。

四、按照科斯《变革中国》的观点，新中国的经济史，基本上是政府“集权和放权”的不断转换。科斯认为，“改革解放了中国企业，它们获得了自由”，“随着经济改革，国企逐渐获得了自主权并可以在市场自由竞争”。科斯无疑是正确的。但是，我国国企改革仍然面临诸多问题。国有企业如

何加强党的领导、如何加强职工民主管理、如何搞好法人治理结构？为了“做强、做大、做优”国有企业，改革还任重道远。作者1994年所写的《中国创业基金的设立与运行》一文，不是论述什么基金的文章，而是着墨于国企及国有资产管理体制变革的文章。作者长期在国企工作，也曾经担任过多家国企的董事、监事，对国企应该说也有相当的了解。作者在文章中提到的法人治理结构，或者说如何处理“新三会”与“老三会”的关系，文中所论仍然是目前普遍存在的问题。可见，国企改革还在路上，离成功的彼岸还有相当的距离。

五、对于书中有关保险与保险资产管理的章节，我不想过多评价。主要说两点：1. 保险在中国还是朝阳产业，为什么这两年有相当多人跑到香港买保险？以至于作者有了《保险业的春天还缺什么？》的呐喊？2. 近年来，众多民营保险业快速发展，安邦、前海、生命、恒大、华夏等资产快速扩张，个别公司已超万亿元；但是，保险在中国金融业的占比却仍在5%左右，这说明，在社会主义市场经济制度框架下，我国保险业的发展，仍有巨大空间。

蔡红标同志从事经济、金融工作已经20多年。在工作之余，他作为一个资产管理行业工作、整天和资本打交道的人，还能静心读书和研究，笔耕不辍，实在难能可贵！在此，我也真诚地希望蔡红标同志能够继续努力学习，提高自己的理论水平，对上述金融领域的各种重要问题，做出更具说服力的解释，提出更具成效的解决方案，在研究的路上越走越宽，越走越快，为读者写出更有深度、更高质量的文章。



2016年12月15日于天津

（张仁德，南开大学经济学院教授、博士生导师。）

自序



一、本书的由来

自 1994 年 3 月研究生毕业到江苏省证券公司工作以来，不觉已经 22 年了。22 年来，尽管我工作的单位较多，性质也并不相同，但我始终是金融人，更为贴切地说是从没有离开过资本市场。22 年来，我有两件事是从来没有产生过丝毫的怀疑或后悔：一是成为证券人，推而广之是金融人；可以说，我见证了中国资本市场 22 年来从很不规范、偏隅一方到目前国际第二大股市的发展历程；二是在 1998 年亚洲金融危机开始发酵时，我深感金融知识的匮乏，于是下决心、几乎是倾囊所有去攻读南开大学的在职博士。虽然我一开始并不喜欢所谓的制度经济学（当时是挂在政治经济学专业名下的），但我就读不久就从内心深处认识到，制度经济学正是我“梦中寻她千百度”的理论武器！当然，我对制度经济学的真正理解可能还是要到深读了诺斯的《变革中国》之后。

在我决定对我过去 20 多年的研究做个总结时，一开始是定位在“回顾”或“总结”的主题的；但是，我的目的最主要的不是要自己或读者感慨“日月如斯夫”，而是真诚地希望能对读者有启发，简单而言是出本有存在价值的书。有一天，我在散步时突然想到，今天的中国还有比“制度”更重

要的东西吗？过去 38 年的改革开放说到底就是制度变革，今天中国的繁荣很大程度上是各种制度红利的折现！作为制度经济学的毕业生，如果能把这几年的研究成果聚焦在“制度”的旗帜下想必还是很有意义的吧？于是，我确认了“制度”这个关键词！而本书的另一用意是希望我的研究能让读者窥见未来。

明确纲领后，选择什么样的文章就很重要。我遵循了两大原则：一是单纯的股市动态分析文章不用（尽管作为 1995 年即成为知名股市人的我还是有不少得意之作的，对当时的市场也有那么一点影响力）；但我的目的绝不是炫耀什么辉煌历史；况且，时过境迁，今天拿出来成书除了徒增“廉颇老矣”之类的调侃没有多少积极意义；二是也许当时正确，但对现实和未来没有多少参考意义的文章不用。反复思考后，决定主要从过去 5 年（即 2012 年 - 2016 年）所发表的文章中选择有所理论建树、其主要观点在今天仍有参考价值、对未来或许有所启发的文章。对于 2012 年前的文章，一定要慎之又慎。另外，我对于 2002 年博士论文答辩后没有出版始终有所遗憾，但其中的大多数在今天也没有很大的参考价值，惟有当时所做的一个模型所得出的结论今天仍有一定的参考意义；我在 2001 年所发表的有关股权分置改革的建议曾被列为股权分置改革备选的“七方案”之一，今天股权分置改革已成历史，但股市的制度改革的空间还很大；同时，对于读者回顾、理解那段众志成城的历史、对于阐述作者的理论思想甚至是单纯作为文献综述也是有其合理性的。

二、本书主要内容

本书主要包括两大部分：上半部分是作者 2012 年 - 2016 年五年间发表的有关宏观经济、保险与保险资产管理、汇率与货币政策、国企改革以及中国股市等方面的 34 篇文章；另有 3 篇为更早之前的作品，其特殊性不言而喻，一是 1995 年 5 月的《中国创业基金的设立与运行》，这是我的开山之作；二是 2008 年 12 月写的《货币政策重点将转向数量型扩张》，其

中预测了中国的基准利率将止步于 1.5%，这就是当下的一年期存款利率；三是作为汇率三论的导言而出现的一篇读书笔记，写于 2010 年 9 月的《汇率的本质——重读《日元神话》》，我估计国内读过《日元神话》的不多（似未在国内出版过），但确是我 1998 年以来研究汇率问题的最为偏重的知识宝库。

下半部分为作者 2002 年博士论文《中国股票市场的市场化进程研究》中有关宏观经济、货币变量与股市的模型，博士论文结论以及有关解决“公股流动性”的建议方案。其核心结论是“中国股市和 M1 及利率高度相关，而与其他宏观变量关系不大；中国股市的波动对政策有一定的敏感性，但实际影响并没有想象的大；这在一定程度上表明股市已经远较初创期成熟”，这是理论界较早提出且由模型验证过的观点；该理论在 2005-2007 年股市大牛市中大放异彩。该理论虽然受到了近年房地产热的扰动，但迄今对股市仍有很强的先导意义。例如 2009 年股市为什么有“小阳春”？核心就是当年的“四万亿计划”伴随而至的是当年信贷投放 10 万亿，导致 2009 年 12 月的 M1 高达 33%，而年初不足 7%；一定程度上，2014-2015 年“牛市”是和央行连续 5 次降息高度相关，同时也是流动性泛滥所导致的资金推动型行情，其理论内涵或基础就是前述的模型。

三、本书的主要研究成果

作者认为，历经 38 年的改革开放，中国经济仍处于转轨之中，同时新兴市场的特点仍很明显；惟其如此，制度变迁的路径依赖也难改变。也正是如此，制度红利空间依旧很大，当然很大程度上也取决于我们的改革力度与改革深度。不管如何，在这历史性的过程中，市场的每一分子，均有责任从理论联系实际的角度给决策层提出科学性的政策建议。

如果说笔者过去 5 年来的部分文章引起了监管机构和业界的关注，部分得到了监管机构的采纳、成为市场制度的一部分，那么其基础就是自我的市场主体意识。就研究成果而言，建议读者认真关注如下内容：（一）

作者提出了人民币汇率的分析框架，其中首创了 M2/ 外汇储备（人民币化）这个指标（以判断汇率的合理水平），得到了国内主流经济学家的认同；作者对于人民币汇率未来走向所划定的两条红线（一是价格红线、二为外储规模红线），需要有关决策者和市场各方予以认真关注；不管如何，至少作者对于人民币汇率拐点的判断符合市场的发展轨迹；（二）作者擅长从国际比较（比较经济学是制度经济学的重要组成部分）中推导出中国股市发展趋势的结论，其中之一是提前了一年半（或 15 个月）成功预测了 2014 年 -2015 年牛市（甚至明确指出了 4800 点的高点，实际高点 5178 点比预测值高出 7.87%）；其中之二是有关经济转型期所对应的股市箱形波动的时间跨度（可能要到 2021 年）的预测，目前还在进行中；作者对于时间跨度的预测，希望会引起监管部门的高度重视，其中一个自然推论是，留给我们慢慢改的时间没有想象的多了；（三）作者已经在保险资产管理行业工作了 8 年多，从实践中总结了保险和保险资产管理有关顶层设计的众多建议，其中对于保险资产公司成为社会化财富管理机构的过程中如何既充分利用好行业的现有制度优势（如投连险、资产配置等），又要利用好财富管理行业的跨界融合、国际化等方面提出了很多建议；作者十分欣喜地看到，在作者 2013 年多篇重量文章发表后，民营系的多家保险公司成功喝上了 2014 年 -2015 年牛市的“头啖汤”，2016 年保险资金的频频举牌更成为资本市场的风景线（有关内容请见《险资兴起“举牌潮”意欲何为？》）；四是作者对于股市的论述中，着重论述了制度化和信息透明度，同时对于股市所出现的种种扭曲深感担忧；特别需要提及的是，在作者的呼吁下，监管层已经把上市公司及大股东的承诺履行情况作为上市公司年报信息披露的不可或缺的组成部分；五是作者认为国企改革应按照“三个有利于”的标准，在做大做强国企、确保国有资产增值的前提下，在《公司法》的框架下、按照现代企业制度的法人治理结构、在处理好“国家、企业和员工”关系的情况下予以切实推进。从资本市场的角度看，国企改革的深度将决定资本市场的发展空间。

其次，由于中国的金融和资本市场的制度改革仍在路上，书中的部分研究成果尚未转化为制度，例如作者对于制订《大股东、实际控制人行为法》的呼吁，因此有必要进一步鼓与呼。例如作者的开山之作《中国创业基金的设立与运行》，虽然成文已经 21 年，尽管细节不够完美，但其核心观点是提供了一个国有资产管理的新架构，即以创业基金的形式进行管理，这实际上是从过去的“管企业”变为“管股权”；我个人认为仍有深读之价值，毕竟国企改革今天仍是热门话题。其次，目前股市还有两大遗留问题没有解决，一是新股发行体制改革，虽然包括立法层、监管机构及市场各界均十分关心，但注册制的实施仍没有时间表；二是 B 股问题迄今没有解决方案，期间虽然试点方案不断，但整体思路始终不明；对于一个已经多年没有发展的市场，决策层有必要加快推动改革。当然，作者对于股市新常态的呼吁，尚不清楚未来如何发展，所需时间也不得而知。

最后需要重点提出的是，尽管本书没有把我所写的有关风险管理方面的文章列入（大多为 2012 年前所写），但在书中不少文章、特别是在《保险与保险资产管理》中的多篇文章中对于保险资产管理行业近年实际上风险偏好已经大幅提升的现状深表担忧。在资产管理社会化或跨界融合后，以影子银行为标志、以通道业务为载体的“表外业务”可能已经集聚了相当高的风险；即使是保险资产管理公司主动管理的诸多非标产品中，因保险资金成本上升而转嫁来的投资收益压力，保险资产管理行业（而非个别公司）对于信用风险实际上已沦为流程上的合规，而实际较为漠视。面对即将到来的货币信用的紧缩（或如我书中讲的“被动紧缩期”），保险业仍在把大量资金投资到信用状况较低的项目上，且单项目资金日趋增大。以我个人的看法，这个风险或会在 2020 年前后出现。也许是杞人忧天，只是一旦爆发，则会形成多大范围的“雷暴区”，目前很难设想。

作为一个读书人，作者在阅读书籍时总希望能有所得、有所思、有所悟。古人说，“己所不欲、勿施于人”。但“理想是丰满的，现实很骨感”，本书究竟能否达到作者的初衷，还有待于读者的检验。最后一点，按照惯例，

总是要说说本书适合的读者群体。对此，我想有三点：初学者或刚进入金融业的从业人员，主要是领悟作者的研究方法和研讨作者的基本结论即可，我想我的研究方法直观明了，基本没有什么高深理论（大约用得最多的一个词是“路径依赖”），科班毕业生均能读懂；对于金融经验丰富的资深人士而言，关键一点就看能否引发共鸣，书中的结论正确与否其实并不十分重要，如果能引起资深人士的进一步思考，我就十分欣慰了；对于金融业的监管者、金融企业的决策者来说，可能认为书中内容大多属“书生气”，但请对有关制度建设的章节静心品味，相信这对于您制定和资本市场相关的长期战略会有所益处。当然，限于种种原因，公开发表的文章是难以把所有的研究结论一一列明的，这也是无可奈何的。

由于时间关系，也由于作者视野、境界及知识结构所限，当然更由于时过境迁，书中错误难免。这些，就拜托读者海涵了。

最后，我要感谢人民日报出版社，特别是周海燕女士为本书出版所做的辛勤工作。

蔡红标

2016年11月19日上海

目录



序言 / 001

自序 / 001

第一部分 近年中国金融、资本市场焦点问题研究

第一章 宏观经济与国民财富 / 002

经济出现“滞胀”可能性不大 / 002

货币、房价与国民财富 / 005

全球视角下的中国经济及其发展态势 / 013

第二章 资源配置与国有企业改革 / 019

中国创业投资基金的设立与运行 / 019

如何破解银行股“白菜价”僵局 / 022

国企改革如何为股市注入正能量 / 024

国企混改深度决定股市上升空间 / 027

国企市场化仍属初级阶段 / 031

第三章 汇率、货币政策与金融自由化 / 034

第一节 人民币汇率论 / 034

汇率的本质——重读《日元神话》 / 034

汇率论之一：尽快推进人民币自由兑换 / 038

汇率论之二：汇改步伐宜加快 / 041

汇率论之三：关于汇率的三个逻辑问题 / 045

全球货币持续贬值恐难幸免 / 051

第二节 货币政策论 / 053

货币政策重点将转向数量型扩张 / 053

建立货币调节制度 提升监管透明度 / 057

利率市场化需用好“平衡术” / 061

货币政策应避免过度刺激 / 066

中国或将进入货币被动紧缩期 / 072

第三节 金融自由化 / 079

金融自由化和国企市场化是冲过改革深水区的主战场 / 079

第四章 保险与保险资产管理 / 082

保险业顶层设计需厘清四问题 / 082

保险资管市场化刍议 / 086

旧模式与新挑战 / 090

惟破后立才有改革红利 / 094

中国保险业的春天还缺什么？ / 099

险资掀起“举牌潮”意欲何为？ / 104

第五章 股票市场：市场化是个大课题 / 108

第一节 新股发行改革 / 108

新股发行改革是股市面临首要问题 / 108