

资本市场解释

• 吴晓求 著

Interpretation of Capital Market



中国金融出版社

资本市场解释

吴晓求 著



中国金融出版社

责任编辑：王效端 李淑清

责任校对：潘 洁

责任印制：尹小平

图书在版编目 (CIP) 数据

资本市场解释 (ZIBEN SHICHANG JIESHI) / 吴晓求著.
—北京：中国金融出版社，2002. 9
ISBN 7 - 5049 - 2849 - 6

I. 资… II. 吴… III. 资本市场—研究—中国—文集
IV. F832. 5 - 53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2002) 第 061157 号

出版 **中国金融出版社**

发行

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

发行部：66024766 读者服务部：66070833 82672183

<http://www.chinafph.com>

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 固安印刷厂

尺寸 170 毫米 × 228 毫米

印张 20.5

插页 1

字数 324 千

版次 2002 年 9 月第 1 版

印次 2002 年 9 月第 1 次印刷

定价 32.00 元

如出现印装错误本社负责调换

编 选 说 明

一、这是一部侧重于资本市场解释的论文集，试图通过解释资本市场来探寻中国金融业的未来，基于此，此文集取名为《资本市场解释》。她与《处在十字路口的中国资本市场——吴晓求演讲访谈录》属姊妹集。

二、收录其中的文稿共38篇，主要是研究资本市场的论文，是从我近年来发表的60余篇有关金融和资本市场的文稿中挑选出来的，时间跨度是1994—2002年。在这之前发表的有关通货膨胀、货币政策、货币需求等金融学科的基础性论文，没有收入其中，因为这些论文与我后来所专心研究的资本市场关系不大。

三、文稿的排列顺序是由近及远，主要是从文稿的现实感和时效性考虑的。

四、文集中最后几篇文稿曾编入我以前出版的另一部综合性经济文集《经济学的沉思——我的社会经济观》（经济科学出版社1998年4月出版）中。出于专业研究的连续性和系统性考虑，特将那几篇早期（1995—1997年）关于资本市场的文稿收录其中。

五、文集中有几篇文稿是与他人合作的。合作者中，有学术界的前辈，有我的同事，也有我的学生。他们基本上都在中国人民大学金融与证券研究所（FSI）工作或学习过。这几篇文稿，不乏他们的智慧和辛劳。至于他们的大名，我在有关文稿前的“作者题记”中都一一作了说明。

六、选入的文稿均保持原貌，除了对明显的笔误、漏字和错字作纯技术性的校订外，不作任何有改变原意的修改。

七、文稿的搜集、选取、复印、输入、校对工作极其繁杂。中国人民大学金融与证券研究所行政办公室、资讯中心的工作人员以及我所指导的在校硕士研究生、博士生和博士后均付出了辛勤劳动。

八、中国金融出版社的领导和责任编辑关心并积极推进了此文集的出版。

吴晓求

2002年5月30日于

中国人民大学金融与证券研究所

作者简历

姓名：吴晓求 (Wu Xiaoqiu)

性别：男

民族：汉

出生年月：1959年2月2日

祖籍：江西省余江县

学 历：

1983年7月 毕业于江西财经大学 获经济学学士学位

1986年7月 毕业于中国人民大学 获经济学硕士学位

1990年7月 毕业于中国人民大学 获经济学博士学位

现任职务：

中国人民大学 学术委员会委员

中国人民大学 研究生院副院长

中国人民大学 金融与证券研究所所长

曾任职务：

中国人民大学经济研究所宏观室主任 (1987.7—1994.10)

中国人民大学财政金融学院副院长 (1997.5—2002.1)

职 称：

中国人民大学助教 (1986.9—1988.6)
中国人民大学讲师 (1988.6—1990.10)
中国人民大学副教授 (1990.10—1993.6)
中国人民大学教授 (1993.6—)
中国人民大学金融专业博士生导师 (1995.10—)

近期奖励：

国务院专家特殊津贴 (1998)
教育部跨世纪优秀人才 (2000)
北京市第六届哲学社会科学优秀著作一等奖 (2000)
全国高等学校优秀青年教师奖 (2001)

专 业：

金融学

研究方向：

证券投资理论与方法；资本市场

主要学术兼职：

中国金融学会常务理事、学术委员会委员
中国城市金融学会常务理事
中国农村金融学会常务理事、学术委员会委员
中国投资协会理事、政策研究委员会常务理事
国家开发银行专家委员会委员
北京市人民政府金融顾问小组成员
中国华融资产管理公司专家委员会委员

南开大学兼职教授
江西财经大学兼职教授
山东科技大学兼职教授
深圳证券交易所博士后研究人员 指导教师
中国华融资产管理公司博士后研究人员 指导教师
全国金融专业教材编审委员会 副主任委员

代表性论著（论文及短文除外）：

著 作：

《紧运行论》（中国人民大学出版社，1992）
《社会主义经济运行分析》（中国人民大学出版社，1993）

文 集：

《经济学的沉思——我的社会经济观》（经济科学出版社，1998）
《资本市场解释》（中国金融出版社，2002）

演讲集：

《处在十字路口的中国资本市场——吴晓求演讲访谈录》
（中国金融出版社，2002）

教 材：

《证券投资学》（中国金融出版社，1998）
《证券投资学》（教育部推荐教材，中国人民大学出版社，2002）
《证券投资分析》（1—4版）（中国人民大学出版社，1996—2002）
《21世纪证券系列教材》（13分册）（中国人民大学出版社，2002）
《证券从业人员资格考试系列教材》
（中国人民大学出版社，1996；中国财政经济出版社，2000）

中国资本市场研究报告（主笔）：

- 《'97 中国证券市场展望》（中国人民大学出版社，1997）
- 《'98 中国证券市场展望》（中国人民大学出版社，1998）
- 《投资者利益保护与建立公正的市场秩序》
（中国人民大学出版社，1999）
- 《中国资本市场：未来10年》（中国财政经济出版社，2000）
- 《中国资本市场：创新与可持续发展》
（中国人民大学出版社，2001）
- 《中国金融大趋势：银证合作》（中国人民大学出版社，2002）

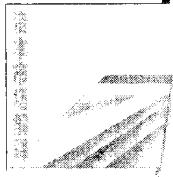
目 录

- 1 * 银证合作：中国金融大趋势
- 12 * 中国资本市场的现状、问题和前景
- 17 * 简论中国资本市场十大热点
- 20 * 我国银行信贷资金进入股票市场研究
- 40 * 金融业：传统与现代的冲撞
- 50 * 金融的变革与资本市场发展
- 64 * 资本市场的发展与现代金融体系的形成
- 75 * 当前中国资本市场争论的若干问题
- 86 * 中国资本市场会有一个美好的未来
- 90 * 猴王事件：大股东对法律的蔑视
 - * ——从“猴王事件”看如何保护投资者利益
- 93 * 市场化的关键一步
 - * ——谈证券市场建立退出机制的重要意义
- 96 * B股市场对内开放的政策效应分析
- 101 * 国有股减持修正案的设计原则、定价机制和资金运作模式研究
- 118 * 创新与可持续发展
 - * ——中国资本市场发展过程中面临的重要任务
- 137 * 市场化面临的五大问题
- 140 * 结构调整将托起中国股市

- 144 现代金融与新经济时代
- 147 中国资本市场：未来10年
- 162 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
- 176 建立公正的证券市场秩序与投资者利益保护
- 196 投资者利益保护：一个必须重视的问题
- 200 我国居民收入资本化趋势的实证分析
- 216 金融市场发展的回顾与展望
- 227 资本市场深化：中国经济面临的重要任务
- 235 大力发展证券市场是中国经济发展的必然选择
- 239 中国股票市场的发展趋势及其影响因素分析
- 246 对中国股票市场若干问题的见解
- 250 发展证券市场可降低经济运行风险
- 254 中国证券市场进入跨年度的“长牛”发展阶段
- 258 具有风险意识是投资者成熟的重要标志
- 261 关于我国期货市场的思考
- 265 对我国证券市场几个重要问题的看法
- 273 证券市场在我国国民经济中的作用
- 277 规范化：证券市场面临的首要任务
——兼谈三级证券市场构造
- 280 中国证券市场存在的问题与对策
- 286 中国的股票市场及其宏观调控问题
- 296 对我国当前股票市场的若干思考
- 306 股价水平为什么与公司经营业绩不完全对称
——对影响股价水平多种因素的综合分析

银证合作：中国金融大趋势

作者题记



这篇论文是我2001年11月23日在中国人民大学金融与证券研究所（以下简称研究所）召开的“第六届中国资本市场论坛主题报告写作大纲研讨会”所作长篇发言的录音整理稿。在作了认真修改后，此文正式提交给2002年1月19日在北京长城饭店召开的“第六届（2002）中国资本市场论坛——中国金融大趋势：开放与国际化*银证合作”，作为论

坛的主题报告。

这篇论文试图从金融结构的演变趋势、中国资本市场潜在的发展危机和中国银行体系面临的严重困境的角度来论述银证合作的必然性及其途径。这篇论文是我喜爱的论文之一。它在相当大的程度上表达了我对金融的理解。此文的主要观点，《经济日报》、《中国证券报》、《上海证券报》和《现代商业银行》等报刊均有专门报道，主体内容发表在《金融研究》2002年第8期。

（一）

经过20多年的经济体制改革，中国已经进入一个全面发展的时期。加入世界贸易组织意味着20世纪70年代末期开始的经济体制改革向更加市场化的方向迈进，同时也意味着我国的经济体系将全面地纳入国际经济体系之中。与此同时，作为中国经济体系核心的中国金融业也将逐步融入到全球的金融体系中。但是，应当看到，中国的金融改革从总体上看是滞后于中国经济体制改革的。这突出表现在，相对于经济体制而言，中国金融体制的市场化程度较低。因此，如何加速推进金融的市场化进程是目前中国应该着力解决的问题。

在推进金融改革的过程中，中国正面临着—个重大的选择，即应当如何构建一个使中国经济在 21 世纪，或者说至少在 21 世纪的前 50 年里能够保持持续、稳定增长的现代金融体系。从金融发展战略的角度来看，可以有两种选择：一是继续沿袭以中央银行为核心，以国有商业银行和商业银行传统业务占主导地位的目前的这种金融体系，并进一步加强银行在整个经济生活中的作用。当然，其前提是必须对现有的商业银行，特别是国有商业银行进行彻底的市场化改革，使商业银行成为真正意义上的商业银行。另一种选择是，在深化银行体制市场化改革的同时，通过大力发展资本市场来彻底变革原有的金融架构，逐步形成一个以资本市场为核心的现代金融体系，并通过银证合作进一步提升整个金融体系的竞争力。中国究竟应该选择哪一种金融发展战略，这首先要从理论上对金融体系和金融结构的演变趋势进行系统的研究和论证。

(二)

由于金融对经济活动渗透力的不断增强，导致了经济资源的载体和资源配置的方式正在发生深刻的变化。金融商品交易量在全球经济活动交易中占据了绝对主导地位，而在金融商品交易中，证券化的金融商品交易又占极其重要的位置。这种市场交易形式实际上预示着金融的作用，特别是资本市场的作用越来越重要，资源的流动和配置将更多地通过证券化的形式来实现。

值得注意的是，金融的内部结构也正在发生深刻的变革。有越来越多的迹象表明，资本市场的不断成长正在从根本上推动金融体系的变革，换言之，金融体系改革和发展的基本动力来自于资本市场的成长。资本市场的发展不仅将改变整个金融结构，而且也为整个金融业创造了新的业务平台和增长点。分析表明，资本市场是现代金融体系中最具有活力的要素，是储蓄转化为投资的有效途径；资本市场通过市场化的机制引导资本在产业间的合理流动，加速推进产业结构的调整和升级。资本市场中资产交易量的迅速增加，意味着其在资源配置中的作用日益明显。资本市场的不断成长，正在从

根本上推动金融体系的演进和变革。资本市场在现代金融体系中的核心地位正在形成。

对资本市场的“核心地位”不能仅从融资比例的角度加以简单理解。资本市场作为现代金融体系的核心，其含义是指，它是激活整个金融体系的最重要的力量，金融体系大部分的活力来自于资本市场。

虽然银行体系的改革、中央银行职能的健全、货币政策目标的调整等也都是推动金融体系演进的重要原因，但只有资本市场的持续发展才能从根本上调整 and 改革现有的金融体系。可以认为，资本市场的规范与成熟是一国金融体系由传统架构走向现代架构的基本标志。

(三)

具体到中国对金融发展战略的现实选择，我认为，大力发展资本市场应是中国金融发展战略的核心内容。在中国，构建以发达资本市场为核心的现代金融体系既有现实的基础，又有逻辑的基础，因而是一种不依人们主观意志为转移的必然趋势。这是因为：

第一，中国经济的货币化进程创造了金融市场化的基本前提。金融的市场化意味着经济发展的资金越来越多地来源于市场，居民的资产选择越来越多地选择金融资产，特别是证券化资产。没有中国经济的货币化过程，金融的市场化趋势不可能出现。

第二，中国国民收入总量的迅速增加，收入分配结构和储蓄份额向居民部门的倾斜，为金融的市场化，特别是资本市场的持续发展打下了坚实的基础，提供了持久的源泉。

第三，居民收入的资本化趋势，即证券化资产在整个居民资产中比重的上升，构成了中国资本市场持续发展的基本动力。

国有商业银行的改革无疑是中国金融体制改革的重要内容，通过市场化改革可以使其成为真正意义上的商业银行，这对提高银行资金运行效率，降低金融风险具有重要意义。应当看到，商业银行范围内的自身改革，难以从

根本上变革中国的金融结构，难以从根本上提升中国金融体系的整体竞争力。

因此，要从根本上实现中国金融体系的升级，全面提升中国金融体系的竞争力，必须大力发展资本市场。中国资本市场的发展，一方面，为中国商业银行创造一个新的业务平台，从而在客观上将不断推进商业银行的业务创新和体制改革；另一方面，又能从根本上实现中国金融体系风险的分散化和金融体系的相对稳定。可以说，是否拥有一个发达的资本市场将是衡量中国金融体系是否实现由传统到现代转变的特征性标志。

(四)

就中国金融体系内部而言，市场化程度最高的当数资本市场。近几年，中国资本市场得到蓬勃的发展，其对国民经济的促进作用日益明显，在金融体系中的地位也日益重要。

与此同时，我们必须清醒地认识到，中国资本市场基本上是在一个垄断的、相对封闭的、不那么透明的环境中生存和发展的。随着中国加入世界贸易组织，中国资本市场的竞争时代已经来临，创新正在成为资本市场最重要的生命要素。目前中国的资本市场隐藏着重大的发展危机。资本市场的这种重大的潜在危机除了有其内在的制度性根源外，也存在外部的原因，即资本市场和银行体系之间缺乏有效的、相对稳定的融通渠道，形成时而分立、时而融通的不规则的局面。这种合作渠道的不稳定性，导致资本市场和银行体系之间缺乏良性的资金互动，造成市场工具的功能过于单一。资本市场发展所隐藏的潜在危机是推动银证合作的重要原因之一。没有危机就没有合作的需求，合作的初衷是弥补各自的缺陷，共同提升金融体系的竞争力。

同时，作为现代金融的核心和新的运行平台，资本市场发展到一定阶段后本身也需要金融体系内部的合作、融合和沟通。惟有如此，现代金融体系中最具活力的要素才能发挥其核心的作用，从而实现金融体系的升级和金融竞争力的提升。

(五)

从商业银行来看，银证合作的需求更加迫切。中国的商业银行无论从体制、运行机制，还是业务模式、金融工具上看仍然是比较传统的，相对于证券、保险而言，银行的市场化程度较低，创新能力明显不足。中国商业银行利润的93%左右来自传统业务。传统业务自有商业银行以来，其形式虽有所变化，但其基本的运行机制没有变化，远远跟不上现代经济发展和经济体制改革的步伐。随着人们生活水平的提高，人们对金融的需求也不断升级。但作为目前中国金融体系主体的商业银行，其规则、架构、理念已满足不了这种不断升级的金融性需求。这是中国商业银行竞争力不断下降的一个深层次的原因。

商业银行存在某些天然缺陷，例如，资产、负债在收益与风险上的不匹配性；商业银行创造具有投资吸引力的金融资产能力的日渐衰退；支持银行资产的产业大多处在成熟期或衰退期等。这些内在缺陷决定了商业银行的改革和业务创新必须以资本市场为平台，必须在与资本市场的对接上找出路。脱离资本市场这个核心，商业银行机制创新、业务创新是难以找到出路的。我坚定地认为，商业银行的真正出路在于以资本市场为平台所进行的一系列创新。所以，中国商业银行是否进行真正的创新，其判断标准之一就是看它是否与资本市场对接。这是因为资本市场是推动金融体系演变的最重要的力量。如果没有资本市场的发展，只是试图在相对封闭的条件下来改革银行体制，进行银行业务创新，那将是很困难的，在这种情况下，整个金融体系难以有质的变化。

正是从这个意义上说，2001年7月中国人民银行颁布的《商业银行中间业务暂行规定》至少从理念上看，具有划时代的意义。这个办法从理念上开启了银证合作的先河。工具和业务的创新对中国商业银行来说至关重要，是提升其综合竞争力的关键。商业银行工具和业务创新的核心要点不在于其自身体系的完善，而在于这种创新的工具和业务是否真正实现了跨市场性。这里所说的工具和业务的跨市场性，是指商业银行所创新的工具或业务，一头源自于银行体系内部，另一头则必须嫁接在资本市场上。如果一种工具和业务只能推动

银行体系内部的资金运动，而与资本市场不发生任何关系，那么，很难说这种工具或业务是一种创新，尽管这种所谓的创新对银行体系内部资金运行效率以及风险防范能起到一定的积极作用。因此，虽然目前中国商业银行的创新意识已经开始增强，但是如果它们不关注资本市场的发展，而只是封闭地调整银行运行规则，封闭地进行所谓的业务创新，商业银行的竞争力难以从根本上得到提升。

(六)

基于以上分析，我坚定地认为，银证合作是提升我国金融体系竞争力、提高我国金融市场化程度、顺应资本市场和商业银行自身发展需要的必然趋势。未来中国的银证合作应从以下几个层面展开：

第一个层面是建立适当的资金管道，实现银行与资本市场的资金互动。在银证合作中，首先的问题是，在建立风险防火墙的前提下，在二者之间建立多种管道，促进商业银行和资本市场的资金互动。从最根本的意义上说，资本市场的发展是要分流银行体系资金的，问题的关键是，这种“分流”的管道如何设计？是堵住这些管道，还是不断地疏通这些管道？我们应该看到，中国商业银行和资本市场在资金管道上目前还不可能实现无障碍流动，二者之间还应建立一个“闸门”。这个“闸门”的存在，从目前情况看，有利于商业银行和资本市场的健康发展，但“闸门”的存在并不意味着二者要完全分立，资金互不往来、业务没有任何交叉。因此，设计连接二者的资金管道至关重要。其次，要在理论上对资本市场与商业银行之间不同的资金互动管道加以定性。允许进入的资金、需高度关注的资金和禁止进入的资金应加以区分。当然，无论银行与资本市场资金管道如何设计，有一条原则必须明确，即商业银行作为投资主体直接进入资本市场必须是绝对禁止的，否则它会使资本市场的风险没有约束地传导到商业银行体系中来，这对整个金融体系的安全是灾难性的。同时，还要防止一种倾向，即由于商业银行的介入而使资本市场成为另一个信用创造机制。所以，资金互动不是无条件的，要设立风险过滤机制，建立风险防