

比较

NO.4, 2012

61

COMPARATIVE STUDIES

吴敬琏 主编

郭树清

中国金融市场的探索和创造

蔡昉

中国如何应对潜在增长率的降低

吉尼维尔·内尔

苏联迅速崩溃的原因及启示

托马斯·萨金特

美国的昨天，欧洲的今天

铁木尔·库兰

文明的经济轨迹

考希克·巴苏

印度经济崛起面临的政策挑战

蒂莫西·吉内恩

生育率的历史性转变给经济学家的指导

詹尼弗·希尔

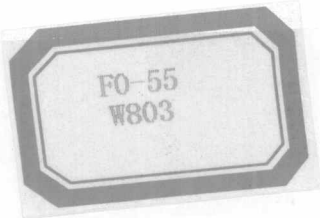
股东角色的历史演变

阿代尔·特纳

影子银行与金融不稳定



中信出版社
CHINA CITIC PRESS



郑州大学 *04010823751V*

比较

No.4, 2012

61

COMPARATIVE STUDIES

吴敬琏 主编



中信出版社
CHINA CITIC PRESS



郑州大学 *04010823751V*

图书在版编目 (CIP) 数据

比较 .61 / 吴敬琏主编. —北京: 中信出版社, 2012.8

ISBN 978-7-5086-3429-6

I. ①比… II. ①吴… III. ①比较经济学 IV. ① F064.2

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 155991 号

比较·第六十一辑

主 编: 吴敬琏

策 划 者: 《比较》编辑室

出 版 者: 中信出版股份有限公司

经 销 者: 中信出版股份有限公司 + 财新传媒有限公司

承 印 者: 北京华联印刷有限公司

开 本: 787mm × 1092mm 1/16

印 张: 13 字 数: 200 千字

版 次: 2012 年 8 月第 1 版

印 次: 2012 年 8 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978-7-5086-3429-6/F · 2673

定 价: 28.00 元

版权所有·侵权必究

凡购买本社图书, 如有缺页、倒页、脱页, 由发行公司负责退换。

服务热线: 400-696-0110

<http://www.caing.com>

010-58103380

E-mail: service@caixinmedia.com

比较

COMPARATIVE STUDIES

主管 中信集团

主办 中信出版股份有限公司

出版 中信出版股份有限公司

主编 吴敬琏

副主编 肖梦 吴素萍

编辑部主任 孟凡玲

编辑 包敏丹

封面设计 李晓军 / 美编 杨爱华

经营部

总经理 吴传晖 (兼)

总经理助理 黄易

商务拓展总监 王正

华北销售总监 宋洋 / 客户总监 胡蓉 田野

华东销售总监 王海瑾

华南客户总监 苏丽衡

市场总监 金楠

发行总监 邱道姗

整合营销总监 周轶

设计总监 石乐凯

品牌传播总监 马玲

独家代理: 财新传媒有限公司

电话: (8610) 85905000 传真: (8610) 85905288

广告热线: (8610) 85905088 85905099 传真: (8610) 85905101

电邮: ad@caixinmedia.com

订阅及客服热线: 400-696-0110 (8610) 58103380 传真: (8610) 85905190

香港地区订阅热线: (00852) 21726522

订阅电邮: circ@caixinmedia.com 客服电邮: service@caixinmedia.com

地址: 北京市朝阳区西大望路1号温特莱中心A座16层 (邮编: 100026)

卷首语

2012年，距中国共产党十四大提出确定“社会主义市场经济体制”的目标模式20有年。一旦我们开始回溯中国经济改革开放的历程，“比较”的作用就无可忽略。是主编吴敬琏开创了第一个“比较”的平台，大量有关国别改革、学术前沿和历史经典文献的翻译、介绍，使得人们开眼界、启智慧、长知识，从而对我国从传统计划经济体制向社会主义市场经济转型和发展起到了重要的作用。当下值得警醒的是，中国经济虽然取得了巨大的发展成就，但通过“比较”可以发现，20年前提出的社会主义市场经济体制改革的目标未能完全实现，有的方面甚至还出现了倒退。那么就让我们以“比较”为利器，从国际、历史、制度、政策的比较视角选材，以供读者思考中国做借镜。

编委郭树清履任中国证监会主席以来，股票行情并不乐观，作为学者出身的官员，他在工作会议上的发言，依然是学术味十足。他围绕着“计划与市场”的经济学永恒主题，谈及了历史上相关的几次著名且重要的争论，由此，他期望中国金融业界的创新，就是对“创新能力不足，监管能力也不足。审批的环节太多，市场准入门槛很高，一旦进入市场后，对行为、过程的监管就缺失了”种种弊端的改革。

近几年，“保增长”一直是中国经济的头等大事。蔡昉教授认为，在中国经济从二元经济向新古典状态转变的过程中，潜在增长率已经下降。如果在此条件下，不设法通过诸多领域的深化改革来提高潜在增长率，仅希望借助产业扶持政策、区域发展政策和刺激性宏观经济政策，来追求超越潜在增长率的实际GDP增长率，只会导致更大的扭曲，甚至牺牲长期稳定和可持续发展。

苏联为什么会在它成立70年后崩溃？不同立场和观点的人，会给出不同的因由。吉尼维尔·内尔发表于英文版《比较经济学杂志》的文章，讨论的就是苏联崩溃的原因及其对市场经济的启示。文章探讨了寻租和集权的关系，以及对不同经济体制的比较分析，这是政策研究、转型经济学和发展经济学的一个重要内容。作者描述了苏联计划经济的本质，即层级制的命令经济，其基本特征是官员通过权力分配和强有力的惩罚实施层级控制；依靠政治手段顺着层级往上爬，然后运用职权控制下级人员的谋权，是该体制的根本驱动力。计划经济是普遍伺机而动的寻租行为。随着苏联推行经济改革，计划经济被突破且变得不稳定，人们对惩罚的惧怕就逐渐消退，此时，由于没有新的激励来确保忠

诚,寻租行为迅速蔓延,进而导致整个命令体制的崩溃。作者还比较分析了市场经济中的寻租行为,认为它会导致市场经济的集权化。因此,寻租社会既可以从命令经济的分权化蜕变而来,也可以由市场体制的集权化演变而来,是计划和市场两种体制之间的中间体制。

《美国的昨天,欧洲的今天》是2011年诺贝尔经济学奖得主萨金特的颁奖演讲。萨金特针对欧盟当前面临的困境,阐述了美国在18世纪90年代至19世纪曾面临的两次宪法决策问题:通过将独立战争时期的州债务国有化、赋予联邦政府征收关税的财政体制重整,建立财政联盟;通过《铸币法案》、成立国家银行、取消州纸币,赋予联邦发行法定货币权的货币制度调整,建立了美元共同货币联盟。这两次宪法决策问题也说明了民主政治如何平衡利益冲突。萨金特认为,我们可以从美国历史中获得的部分教训是,政府预算约束和国债定价等式总是行之有效的。如果财政政策是负责任的,也即不靠通胀税的收入来维持政府预算平衡,货币当局维持低通胀就较为容易;但是,如果财政政策挥霍无度,货币当局就不可能维持低通胀,因为跨期政府预算意味着货币当局迟早要征收足够多的通胀税来为预算融资。从这个意义上讲,货币政策和财政政策并不能完全各自独立,它们必须协调一致。在协调财政政策与货币政策时,我们可以找到既简单又透明的方法。

杜克大学经济学教授铁木尔·库兰是当前最受关注的致力于比较历史制度分析的经济学家之一。这篇题为“用系统方法解析文明的经济轨迹”的文章,试图用系统方法来阐释一个困扰已久的历史难题:西欧作为经济强权的崛起以及随之而来的包括伊斯兰世界、印度和中国在内的其他文明的衰落。库兰教授的基本观点是“文明”是由相互影响、相互补充的社会特性组成的一个系统。这些互补的特性既包含“物质”要素,也包含“文化”要素。文化要素受物质激励的影响,反之也会影响物质。因此,单向因果关系的各种例子并不能解释我们观察到的不同文明的经济表现差异。阐释文明的经济轨迹其机制必定包含跨越物质与文化界限的双向因果关系。因而要进一步解决与文明的经济表现有关的问题,就需要进行跨学科的尝试。而这些尝试必须基于制度互补性的系统方法。

印度政府首席经济顾问、美国康奈尔大学经济学教授巴苏从研究人员和政策制定者的双重视角,对当代印度面临的财政、货币、汇率管理等政策挑战进行了经济学分析。在财政政策方面,应当为基础设施投资提供精心设计的财政担保,令人信服地向企业家和投资者传递致力于精心安排重大投资项目的信号。在货币政策方面,有两个难题,一是货币政策是控制通胀的;二是在工业化国家受困于经济停滞的通缩时,新兴经济体国家的首要问题却是控制通货膨胀,这加大了货币政策实施的难度。在汇率管理方面,巴苏认为,正在工业化的现代经济体需要引导汇率,以保证实体经济的稳定,并将经常项目赤字保持在一定限度内,为此他提出了一个新的概念“日程表式的干预”,以使中央银行在干预外汇的同时,避免减持或增持外汇储备。最后,他强调了政治、文化、法律、社会规范等非经济因素的重要性,应该对这些因素进行更多的研究,并将之纳

入经济政策制定的框架中。

生育率的历史性转变在现代经济的发展过程中起到了关键的作用。耶鲁大学经济史教授蒂莫西·吉内恩的文章简要描述了法国、英国、德国、美国与意大利在18世纪末到20世纪初的生育率转变模式。以此为基础，归纳分析了现有文献对生育率转变的6个主要经济解释：婴幼儿死亡率下降、避孕技术的创新和普及、养育孩子的直接成本上升、养育孩子的机会成本变化、孩子质量提高带来的收益增加以及社会安全网和私人保险与储蓄工具的出现。作者认为这都不能完全解释当时的生育率转变，更重要的是目前关于生育率转变的研究，很多关键的概念和数据均来自人口学家，而人口学家给出的定义与经济学家的定义有很大差异，因而可能会起到误导作用。作者指出，要想更好地了解生育率的历史性转变对经济发展的重要作用，经济学家可能需要另起思路，并为新的研究指明方向。当前，我国正处于人口转型的关键时期，人口结构变化对经济发展的影响正在日益显现，吉内恩教授的文章可以为我们研究中国的人口问题提供有益的启示。

“法和经济学”栏目是悉尼大学公司法教授詹尼弗·希尔的文章。作者探讨了安然、世通等跨国公司丑闻和2008年全球金融危机后，有关股东权利和角色的理论争论及英美澳等国在修改相关法律时的重新定位。这些争论和重新定位主要反映在股东保护、股东与董事之间的权力分配、高管薪酬决策中的股东参与等公司治理问题上。本文还将伯利教授在《现代公司与私有产权》以及伯利—多德之争中对股东的描述，与近期对股东的重新定位进行了比较。正如作者所述：“相比伯利教授所处的时代，近期公司法中股东的作用正在变得更加不固定、更加不可预期、更加具有争议性。但伯利教授引领的公司法当代发展的道路依然清晰可见。”

英国金融服务局主席阿代尔·特纳的文章“影子银行与金融不稳定”对此次金融危机进行了梳理，对影子银行的定义以及规模进行了估计。他认为，此次金融危机之前，就已经发现了影子银行风险的苗头，但是当局并没有采取相应的行动，最终导致了当前的危机。特纳认为，这次针对影子银行的监管改革要足够彻底。与此同时，现代全球金融市场的本质特征是不断变化，由此产生新的风险和新的关联性。故而，应将包括影子银行在内的整个金融体系置于永久的监管之下，以便发现重要的趋势和风险。

目 录

Contents

第六十一辑

- 1 积极地、审慎地探索和创造 郭树清

Carry out Explorations and Creative Development in a Proactive
and Prudent Manner

by Shuqing Guo

- 10 欲速则不达：如何应对潜在增长率的降低 蔡 昉

More Haste, Less Speed: Tackling the Slowdown of Potential Growth
Rate in China

by Fang Cai

转轨经济

Transition Economy

- 24 寻租、层级制和集权：苏联迅速崩溃的原因及其对市场经济的启示
吉尼维尔·内尔

Rent-seeking, Hierarchy and Centralization: Why the Soviet Union
Collapsed So Fast and What it Means for Market Economies

by Guinevere Liberty Nell

前沿

Guide

- 48 美国的昨天，欧洲的今天

托马斯·萨金特

United States then, Europe now

by Thomas J. Sargent

比较制度分析

Comparative Institutional Analysis

- 82 用系统方法解析文明的经济轨迹

铁木尔·库兰

Explaining the Economic Trajectories of Civilizations: The Systemic Approach

by Timur Kuran

海外特稿

Special Feature

- 108 印度经济的崛起：财政、货币和其他政策挑战

考希克·巴苏

The Rise of the Indian Economy: Fiscal, Monetary and Other Policy Challenges

by Kaushik Basu

- 129 生育率的历史性转变：给经济学家的指导

蒂莫西·吉内恩

The Historical Fertility Transition: A Guide for Economists

by Timothy W. Guinnane

法和经济学

Law and Economics

154 彼时今日：伯利教授与不可预测的股东

詹尼弗·希尔

Then and Now: Professor Berle and the Unpredictable Shareholder

by Jennifer G. Hill

金融论坛

Financial Forum

176 影子银行与金融不稳定

阿代尔·特纳

Shadow Banking and Financial Instability

by Adair Turner

积极地、审慎地探索和创造

郭树清

今天召开的证券公司创新发展研讨会，备受各方关注。市场期待了很久，我们也做了充分准备。一个会议如果想要真正取得实效，做充分的准备很重要。陈云同志曾经说过，要用90%以上的时间做调查研究，解决问题不到10%的时间就可以了。我讲几个综合性、一般性的问题。

为什么要开这个会议？经过20多年的快速发展，证券行业现在到了历史上最好的时期。有人将过去的发展概括为“野蛮生长”、“清理整顿”和“规范发展”三个阶段，现在还处于规范发展阶段，希望从这次会议开始，进入到创新发展的新阶段。为什么证券业要创新发展？是为了行业繁荣？为了让公司有更多业务？为了适应市场需求？都有一定道理，但不完全，不充分。真正的大背景是，中央经济工作会议、全国金融工作会议都提出，金融一定要提高为实体经济服务的能力。我们的金融服务业虽然有了很大发展，但仍然是一个瓶颈部门。其表现于，中国储蓄向投资的转化还不够顺畅、不够理想。

作为一个储蓄大国，中国每年的储蓄占GDP的比例高达40%以上，那就是说有大约20万亿元，按现在的汇率计算也有3万多亿美元，位列世界第一。但是资金的闲置、浪费以及重复建设等问题还很突出，很多企业得不到资金。从总量看，储蓄率非常高，但资本配置的效率不够高。从结构看，

* 本文根据作者2012年5月7日在“证券公司创新发展研讨会”上的发言整理而成。

大量的资本没有配置到最合适的地方,存在严重的浪费。我们必须正视这个现实:全社会的资金配置,不仅不能说是最优,恐怕也不能说是次优,远远没有达到这个水平。要解决这些问题,在很大程度上就是证券行业和资本市场的责任了。

第一,“两多两难”是我们民族面临的一个挑战。

“两会”结束后我去浙江调研。浙江的同志说,他们现在最难办的问题就是“两多两难”,即中小企业多,融资难;民间资本多,投资难。金融市场上,需求足够多,供应也足够多,但成交不够多。这个问题,不仅是浙江一个省的问题,也是全国性的问题;不仅是金融的问题,也是国民经济的问题;不仅是经济的问题,无疑也是一个社会和文化的问题。

世界上似乎还没有出现过这种情况。一方面,我们有极高的储蓄率,按现行统计达到50%左右。2011年底城乡居民银行存款余额达到34.4万亿元,全部银行存款80多万亿元。这和上世纪80年代、90年代的情况完全不一样,那个时候没有钱。我记得90年代初的时候,北京市修了两公里的地铁,由于那个项目没有经国家计委批准,所以被全国通报。现在北京地铁同时开工100多公里,去年有13条线路在建,欧洲人、美国人都觉得不可思议。目前中国外汇储备是最多的,我们的资本输出在给全世界作贡献。

而另一方面,市场体系发育不平衡,劳动力、土地等要素市场存在一些扭曲,金融市场不够发达,资本市场的问题更加严重。这些问题造成的后果是全社会资本的闲置、浪费和风险集聚。当前,国内有的领域资金十分紧缺,比如,中小企业、“三农”、教育、医疗、文化及其他民生服务领域,但有些领域却投资过多,产能过剩,例如许多制造业、重化工业、矿业,在一些地方还包括基础设施、能源交通。至于直接由政府主导的投资,与市场没多少关系,但闲置和浪费更为严重。例如,一些城市兴建了很多体育场馆,每个场馆耗资十几亿、几十亿,但短暂使用之后,许多都长期搁置在那里,这种情况发达国家都极为少见,我们是发展中国家更不该如此。

此外,还有城乡二元分割问题。农民进城从事非农产业还按农民对待,城乡要素资源不能双向流动,发展不平衡十分明显。北京周边几十公里外的农民年收入不到2000美元,如果把河北省算进来,那就形成一个环北京的贫困带,人均收入才只有2000元人民币,反差相当大。

这里涉及一个非常深刻的问题，就是资本的稀缺性问题。搞市场经济，无论资本主义也好，社会主义也好，按说资源是稀缺的——现代经济学所有的模型都是以资源稀缺作为假定前提的，但是在我们这个时代，资本似乎不再那么稀缺。不仅在相对意义上，甚至在绝对意义上似乎也是这样。若按在建房屋的面积来计算，去年中国的房屋建设规模大概是世界的一半，全世界一半的工地在中国。

与此同时，中国的资源浪费问题也很严重，其中既有国有企业，也有民营企业。许多所谓的高科技产业、新兴产业，包括光伏产业、电动汽车、风力发电等在内，重复建设的很多是民营企业。居民个人的浪费也很严重，比如城市居民买了房子不出租，不少进城的农民还在老家建新房，都在那儿闲着，实际等于空置。我们中国人很节俭，很爱储蓄，但是很多人没有贴现、折现、现金流的概念，不知道这是占压了自己的资金，客观上必然会有折旧和利息成本，是损失了机会收益的。所以我说“两多两难”问题是我们整个民族在发展中面临的问题，涉及经济体制的各个领域，当然重要的是价格、金融、财政体制问题，投融资体制则更为直接。解决这个问题很不容易，但是在座的各位投资银行家义不容辞。

第二，不能创新是中国经济和金融的最大风险。

在讨论中国经济问题时，有人认为要吸收借鉴美国、欧洲金融创新过度导致危机的教训，这无疑是非常必要的，但是得出的结论是金融不要创新了。这与中国面临的情况不符。无论是从全局上说，还是具体到金融体系、金融企业，我们最大的危险是不会创新，不能创新。不要认为创新很容易，胡搞乱来不叫创新，真正的创新并不容易。

胡锦涛总书记在去年“七一”发表的重要讲话中，提出了我们党在新时期面临的“四大危险”：精神懈怠的危险，能力不足的危险，脱离群众的危险，消极腐败的危险。这是政治问题和党的建设问题，但也在一定程度上揭示了经济和金融的一个要害问题，就是能力不足。

从一个角度看，传统的发展经济学理论认为，一国经济增长的首要决定因素是资本，发展中国家都不缺劳动力，土地资源等也可以在国际之间调剂，缺少的是资本。所以资本的多寡，曾经可以解释一切经济发展问题。但在当代的发展实践中，这理论几乎丧失了生命力。

从另外一个角度看,在上世纪30年代,欧美经济学界发生过一场关于资本主义和社会主义、市场经济和计划经济优劣的辩论。对于计划经济的优越性,有许多道理可以支撑和印证。最有力的学说是由奥斯卡·兰格提出来的,他说,中央计划局可以模仿市场的价格信号,使全社会的生产非常高效,同时避免市场的盲目性。批驳计划经济的经济学家,也拿出了许多过硬的论据,例如消费需求的无限多样性,强迫命令难以持续,平均主义分配会导致激励机制的丧失。更重要的是,以米塞斯和哈耶克为代表的奥地利学派认为,没有货币价格或私人财产的存在,正确的经济计算是不可能达成的。但是,对市场经济捍卫最有力的,是熊彼特提出的“破坏性创造”理论。他认为,市场经济的优越性在于不断地创造新技术、新组合、新模式,西方经济确实有危机和周期性,这恰恰是经济有活力和有动力的表现,是其生命力的源泉,因此是一种“破坏性的创造”。经过这么多年,计划经济的试验在一度取得巨大成功后,最终被证明难以持续下去。市场经济也已经不是当年的形态,实践证明自由竞争与宏观调控必须结合起来。然而,一个基本的元素大家都赞同,就是创新。新增长理论的代表人物保罗·罗默认为,对于经济增长贡献最大的是经验、想法和创意,与过去西方经济学中各种增长理论很不一样,那些理论都认为物质、劳动和资本最重要。

总之,从发达国家的经验看,创新推动已经成为现代经济的主流。美国最典型,从最高层次上,占据了全球竞争的优势,占据了现代农业、制造业、服务业所有领域的优势。中国现在是世界上最大的工业国,我们有200多种产品产量全世界第一,钢铁、汽车等制造能力都已远远超过美国,但是我们比较担心,高增长后会出现停滞,或者没有高速度的时候就很快出现停滞,也就是“中等收入陷阱”。因为我们的经济基本上是模仿和学习发达国家,在产业链低端从事生产,没有多少自己的创新和创造,只能跟在人家后面一步一步往前挪动,这种增长模式很难永久持续。这正是实体经济强调创新驱动的重要原因。2006年1月,党中央、国务院正式提出到2020年建成创新型国家的战略目标,可以说是反映了经济社会发展的时代要求。实现这个目标,要靠体制机制,要靠人才,要靠许多条件,这是很不容易的。迄今为止,我们还有很多不足,经济中追求数量的倾向,科研中依靠政府的倾向,教育中追求分数的倾向还非常普遍。因此,我们说,不能创新是发展的最大危险。

中国的金融体系也是这样的问题。创新能力不足，监管能力也不足。强调审批的环节太多，市场准入门槛很高，一旦进入市场后，对行为、过程的监管就缺失了。进入成本很高，违法违规的成本很低，这样的市场无法做到高效。为什么说我们的金融体系最大的威胁是创新不足呢？分析一下金融体系中种种奇怪的现象也就清楚了。例如，上市企业不能破产，市场化并购太少，公司信用类债券几乎没有违约，这都是很奇怪的现象。按道理债券违约应该是经常发生的，就像破产和倒闭一样，我们这里也没有，尤其是最近几年没有，很奇怪。但实际上经济活动中的风险既没有化解，也没有消失，既没有分散，也没有转移。在对外开放程度不高的情况下，金融体系的风险在日益积聚。所以，和经济体系一样，创新不足是中国金融体系面临的最大问题。

第三，金融创新迎来了最好的历史时期。

这是业界一致的看法，表现为几个方面。

一是我国产业结构调整，转变发展方式的进程在日益深化，这对金融服务实体经济提出了层出不穷的需求，要为不同规模、不同类型、不同发展阶段的企业提供差异化的金融服务。

二是财富管理成为全社会的迫切需要。不仅个人储蓄要保值增值，社保资金、养老基金、住房公积金也面临投资运营的问题。过去 10 年，地方管理的养老基金平均回报率扣除通胀后是负的 0.9%。目前，全国企业存款 20 多万亿、机构存款 20 多万亿、个人存款 30 多万亿，其中很大比例需要通过财富管理实现保值增值。

三是利率和汇率市场化改革正在加速深化，金融产品定价和管理市场风险，成为企业和家庭极为现实和普遍的需求。

四是社会各界对推进新一轮证券行业的改革具有较高期望。当前，我国几乎所有行业都正在经历着新一轮的改革，社会普遍呼唤再次去行政化，对于金融行业尤甚。中国金融业和资本市场的改革从没有停止过。上半年，我们按照温家宝总理在《政府工作报告》中的要求，在新股发行、分红、退市等方面加快改革进程。媒体非常关注，但是有的报刊文章，把这些叫做所谓的“新政”，这不正确，其实这是证监会一直在做的工作。

五是进一步扩大开放和国际化，使得金融创新具有更好的条件。中国企业和居民个人以各种形式走出去的步伐正在加快，如沃尔沃被吉利并购，IBM 个

人电脑被联想并购，中国人在很多发达国家作为外来居民买房的数量都是数一数二的，这个速度还会加快，世界希望中国有更多的需求，有更多的投资。所以创新也是必然的，否则无法适应需要。例如，我们的证券公司还没有一家能够为海外并购做财务顾问，更多的优势还是在国内，所以我们鼓励大家“走出去”。

六是资本市场已经发育到一定水平，为正常合理的金融创新奠定了坚实基础。经过 20 多年的改革发展，我国资本市场规模快速扩大，体系不断健全，结构日益优化，监管的有效性切实增强。目前，中国股票市值位居全球第三，债券市场规模世界排名也是第四第五，资本市场已经发育到需要加快创新的阶段了。例如，股票市场因盲目投资和炒作已经付出了巨大的代价，“三炒”的恶劣后果也已人尽皆知，价值投资、长期投资能够得到合理的回报，开始逐步成为大家的共识。

中国证券市场还很不成熟，问题还很多，投资回报率较低，投资费用成本过高。但也要看到，短短 10 年间，中国股票市场的规模从几万亿扩展到 20 多万亿元，市盈率从平均的 50~60 倍变成目前的 13、14 倍，发生了根本性的变化，这种市场结构的改善，为进一步创新提供了基础。再比如，债券的重要性在行业内得到了普遍的认同。债券的规模应当比股票大，金融市场价格体系、估值体系、风险控制体系要建立在债券市场上。国外经验表明，对于投行业务来讲，将来成长潜力最大、收入最多的可能就是固定收益产品。除公开发行的股票、基金、债券外，今后私募、场外交易、柜台交易等理财、债券和股本类创新产品的规模也将快速增长，证券中介服务的增长潜力必将得到进一步释放。

第四，创新必须紧紧围绕实体经济的需要。

一定要牢记，实体经济的需要是金融创新的源泉，否则就成了无源之水、无本之木。亚洲金融危机，特别是爆发于欧美发达国家的全球金融危机，给全球金融行业带来极大震撼，同时也在深刻地警示我们，只有紧紧抓住国民经济的关键领域和薄弱环节，才能取得社会各个方面的理解和支持，证券行业的创新才具有强大的生命力。从商业的角度来说，着眼长远，着眼全局，注重投资的联动效应，做好市场渗透，才能赢得客户。美国的投资银行，经常能找到有潜力的小公司，这种小公司有的就办在居民楼的地下室或车库里，给予及时的

数量恰当的资金支持。中国资本市场就缺乏这样的筛选机制和服务能力。作为证券行业，应该支持中小微企业、“三农”、文化创意产业、科技企业，还可以通过市场并购等途径促进其加快发展。明显的例证是，我们对于发展现代农业，抓好食品安全的需求很迫切。比如奶制品行业，若没有现代化企业成长起来，面对诸如千家万户养奶牛的无序局面，挤奶、送奶这样的复杂环节，如何控制风险，又如何能够提高产业竞争力，是个很大的难题，而这与金融服务不足又有很大的关系。

投资银行里的人都号称是最聪明的人，针对这些问题应该能够找到好的解决方案。我们比较重视“新三板”，重视中小企业私募债，重视各种投资基金，农产品期货，这对证券行业的健康发展非常有好处。两个证券交易所深入实际，到中西部地区、工业园区进行沟通和联系，期货交易所也做得很好，正在研发许多新的产品，拜访了很多客户，这些都是非常重要的。

除了直接的金融服务以外，间接服务于实体经济的产品和工具同样重要。要积极探索利率互换、外汇远期、国债期货、商品期权等金融工具，切实提高资源配置效率，降低风险危害，为实体经济提供间接服务。

第五，创新特别需要理解和包容。

像柯达公司这样的世界知名公司、百年老店，即使倒闭了，也值得人们永远怀念。柯达不仅把胶片做到极致，而且正是它发明了为自己带来灭顶之灾的数码相机。经济发展、技术进步，都会导致企业经营困难，这不是柯达公司一家的问题。我们现阶段的金融创新，有相当多的“拿来主义”，很多实际上不是我们的原创。可以充分学习和借鉴发达国家，这是有利的条件，但是也有其危险性，就是容易简单照搬、食洋不化。创新不可能不犯错误，要懂得宽容，但还是要努力避免犯那种可以避免的错误。

首先，要避免重复我们自己的错误。建议大家一定要认真读一读新近出版的《朱镕基讲话实录》，朱总理在这套书里，不少文章和讲稿都提到我国金融领域中，过去曾经出现过的“乱拆借、乱贷款、乱集资”问题，以及证券期货行业挪用客户保证金问题。这些错误警示我们，在创新过程中一定要防止出现一哄而起、一哄而上。永远不要忘记我们曾经有过的“开发区热”、“房地产热”和“股票热”。第二要避免重复西方发达国家的错误。中国证券公司的杠杆率普遍很低，欧美投资银行是我们的10倍，我们的杠杆率可以提高。但