

金融拾贝

——对若干经济金融问题的观察与思考

JINRONG
SHIBEI

闫先东

叶欢

著



中国财经出版传媒集团
中国财政经济出版社

金融拾贝

——对若干经济金融问题的观察与思考

闫先东 叶 欢 著

中国财经出版传媒集团
中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

金融拾贝：对若干经济金融问题的观察与思考/闫先东，叶欢著. —北京：中国财政经济出版社，2017.8

ISBN 978 - 7 - 5095 - 7652 - 6

I. ①金… II. ①闫… ②叶… III. ①金融 - 文集 IV. ①F8 - 53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 193189 号

责任编辑：吕小军

责任校对：杨瑞琦

封面设计：思梵星尚

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码：100142

营销中心电话：88190406 北京财经书店电话：64033436 84041336

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

710 × 1000 毫米 16 开 23.5 印张 460 000 字

2017 年 10 月第 1 版 2017 年 10 月北京第 1 次印刷

定价：70.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 7652 - 6

(图书出现印装问题，本社负责调换)

本社质量投诉电话：010 - 88190744

打击盗版举报热线：010 - 88190414 QQ: 447268889

目 录

资本市场：演进、危机及政策干预	(1)
一、引言	(1)
二、资本市场的建立及在各国的发展	(4)
三、当前全球主要资本市场的比较及量化评价	(7)
四、资本市场波动及与宏观经济的相关性	(12)
五、“股灾”的识别与资本市场的政策干预	(17)
六、发展我国资本市场的思路及政策建议	(41)
七、结语	(47)
通缩紧缩的历史考察	(55)
一、引言	(55)
二、20 世纪 30 年代的美国大萧条时期	(56)
三、日本泡沫破裂前后时期	(63)
四、2007 ~ 2008 年次贷危机及之后的金融危机时期	(72)
五、小结	(80)
中国通货膨胀：历史、成因及发展趋势	(85)
一、通货膨胀理论综述	(85)
二、改革开放以来我国几次高通胀的比较分析	(93)
三、我国物价统计调查制度	(97)
四、影响我国物价的原因分析	(100)
五、通货膨胀预期	(114)
六、物价形势展望	(119)
资产价格和货币政策研究	(122)
一、资产价格与货币政策传导机制	(123)

二、危机前货币政策响应资产价格波动的观点	(131)
三、危机后货币政策应对资产价格的理论和实践发展	(139)
四、政策反应的国际经验	(144)
五、对我国的借鉴与启示	(147)
基于 PPP 的人民币均衡汇率研究	(154)
一、绪论	(154)
二、基于购买力平价理论的人民币均衡汇率水平	(156)
三、基于其他方法的人民币均衡汇率测算	(173)
四、人民币汇率改革和人民币国际化的建议	(194)
汇率调整压力、冲击模拟及对策研究	(217)
一、引言	(217)
二、人民币汇率改革进程及人民币汇率走势	(218)
三、汇率变动的影响因素	(221)
四、均衡汇率估算模型简介	(223)
五、人民币均衡汇率估算	(231)
六、汇率变动的经济影响	(241)
七、人民币汇率展望	(255)
八、进一步推进人民币汇率改革的建议	(261)
去杠杆面临的挑战、效应及对策研究	(263)
一、杠杆率的概念和计算方法	(264)
二、我国经济债务状况、演进历程及杠杆率	(265)
三、杠杆率的国际比较	(278)
四、我国经济杠杆率安全性分析和风险评估	(285)
五、去杠杆的理论、国际经验及我国去杠杆分析	(297)
六、政策建议	(314)
英格兰银行培训报告	(319)
一、危机后的通货膨胀目标制	(320)
二、宏观审慎政策和工具	(323)
三、应对国际金融危机和国际倡议背景下的统计工作	(334)
四、英格兰银行资本流动和新兴市场研究	(338)
五、宏观经济预测模型	(339)
本书参考文献	(347)
后记	(371)

资本市场：演进、危机及政策干预^①

(2016年4月30日)



一、引言

关于经济增长与金融发展关系的相关课题长期以来为学界和实业界所关注，虽然有“金融业增长突破临界值后会在一定程度上抑制社会生产”的观点^②，但绝大多数研究中的样本国家经验表明，金融发展会显著地促进经济增长（Patrick，1966；Goldsmith，1969；King 和 Levine，1993；Rousseau 和 Wachtel，2000、2001）。换言之，现代经济的高效运行离不开金融体系的有力支撑。在全球主要国家现有的金融结构中——无论是传统的银行主导型金融结构还是更加依赖金融中介的市场主导型金融结构，资本市场尤其是证券市场作为金融元素赖以生存和发展的土壤，对现代经济的重要支撑作用毋庸置疑（Atie 和 Jovanovic，1993；Greenwood 和 Smith，1997；Levine 和 Zervos，1998；Arestis，2001；张建平，2013）。更进一步的，随着经济发展迈入更高级阶段，实体经济对直接融资的边际需求要大于间接融资，以金融中介主导的资本市场将在金融体系中发挥更为重要的作用（Allen 等，2006；Demirgüç - Kunt 等，2011；张建平，2015a）。我们也可以看到，当前包括中国在内的很多新兴市场经济体都在向市场主导性金融结构逐步过渡，而构建更加稳健、有效的多层次资本市场体系也就成了各国金融市场改革的重中之重。

学界关于资本市场概念的界定有着些微的差别。从期限上来说，与货币市场相对应，资本市场指的是长期债务性工具（到期期限在1年以上）和权益性工具交易的金融市场，包括了股票市场、债券市场、基金市场、金融衍生品市场以及中长期

① 本文合作者为张建平。本文是国家自然科学基金资助项目《资本市场发展对通货紧缩预期的影响机制研究》（批准号：71541016）研究成果的组成部分。

② 拥有庞大金融体系的国家，其宏观经济具有系统脆弱性，譬如冰岛、塞浦路斯和爱尔兰等（基恩斯·魏德曼，2014）。

的银行信贷市场（王国刚，1998；曹凤岐，2002；Mishkin 和 Eakins，2006）；从融资方式上来说，有的学者基于简化研究的目的，认为具有直接融资功能的传统证券市场（股票市场和债券市场）即可视为资本市场（吴晓求，2002）。此外，更多的学者从市场的层次性对资本市场的内容进行了界定，认为其由证券交易所市场（主板和二板市场）、场外交易市场（OTC）、代办股份转让市场和产权交易市场等组成（王国刚，2004；巴曙松，2004）。本章在基本认定上述第一种定义的基础上，基于研究的目的，将第三种定义中的证券市场作为主要的研究对象。

客观上讲，中国资本市场发展起步比较晚，在体制架构建设与制度维护、风险防控与市场监管、投资主体结构和交易工具结构、开放性以及与宏观经济的相关性等方面与西方发达市场有着显著的区别，而如何界定形式上的“中国特色”和实质性的发展差异，如何通过有效监管和政策干预平抑资本市场的波动以维护金融稳定，以及如何定位央行在综合性监管体系中的角色和作用，则需要我们首先仔细厘清全球主要资本市场的发展历程，并具体比较其成长性、完备性、波动性、关联性等方面的具体特征，探明中国资本市场发展的体制性症结及结构性缺陷，从而在中国整体改革进一步健康有序推进的基础上，使资本市场发展更好地支持实体经济增长。

在讨论资本市场时，一个无法回避的问题是资本市场上剧烈的资产价格波动。资本市场尤其是股票市场，在拓展实体经济和金融企业融资渠道，实现价格发现、资金配置和风险分散功能的同时，也始终伴随着因为价格剧烈波动而给金融体系甚至整个经济系统带来巨大冲击的风险。回顾全球主要国家资本市场发展的历史，几乎都经历过大大小小的“股灾”^①。从18世纪初股市诞生伊始的“南海泡沫事件”到1929年美国大萧条，再到20世纪70~90年代股灾频发期，以及2008年波及全球的金融危机，股灾在其中频繁出现、多不胜数。O’Keeffe 和 Terzi（2015）的研究指出，仅仅在1970~2011年间，全球范围内就爆发了147次系统性金融危机，而股灾通常都是其中的重要内容。

当然，股灾与金融危机以及经济危机是有着本质区别的，Schwartz（1987）在“真实和虚假的金融危机”（Real and Pseudo Financial Crises）一文中指出：“资产价格的下降（包括股票、不动产、大宗商品）、货币贬值以及机构的财务困境（包括大型实体经济企业、地方政府、金融行业、主权债务主体），都可能只是虚假的金融危机。”即使是伴随资产价格泡沫破灭、大量财富流失的股灾及其他一些极其糟

^① 可以说，任何一个资本市场里都有投机的成分，“羊群效应”造就了资本市场的“非理性繁荣”。而“博傻理论”将资本市场泡沫化推向崩溃的边缘，价格泡沫在事件触发破灭后，“金融加速器”机制将导致流动性短缺的自我强化，从而导致大大小小的金融危机并向实体经济各个领域蔓延，这可谓是虚拟经济的固有属性和本来面目之一（Shiller，1990、2003；周吉来、张建平，2012）。

糕的情况发生，也不一定就可以被认定为真正的金融危机。譬如1987年的股价暴跌和2001年的网络泡沫破灭（何佳，2015）。很显然，股灾并不必然引致金融危机的发生，很多股灾可能仅仅是因为利率、汇率等金融关键变量短期发生剧烈波动给资本市场带来的短期冲击，在相对健康的经济基本面或经济上升周期的支撑下，股票市场也很可能在较短时间内通过自身的运行机制完成修复。与政府救助金融危机的较强必要性不同，一些研究指出，在股灾中的政策干预或者“救市”措施或者没有太大的必要性，或者会带来诸多的负面效果，譬如道德风险、政策套利、“大而不倒”和造成社会收入分配的不公平等（陈志武，2015；Gorton，2012）。但更多的研究还是对政府在股灾中的政策干预必要性给出了肯定的评价，1929年美国股市的暴跌和1989年日本的股灾等都因为干预不及时或救助政策不到位导致了严重的金融危机和长期的经济萧条，这也为学界和政界所广泛诟病（Bernanke，1983、2009；Friedman和Schwartz，2008；朱民、边卫红，2009；刘鹤，2013）。需要指出的是，金融危机的爆发是随机的，也是不可预测的，很多时候股灾爆发的时候，金融危机并没有真正发生，但是过多纠结于救助的必要性会延误政策干预的最佳时机，一旦后续引发系统性风险甚至是金融危机和经济危机，政府干预成本和社会福利的损失都将成倍增加。政府基于“防患于未然”的考量对股灾进行必要的救助，体现了其防范系统性风险和维护金融稳定的负责任态度，对于恢复市场功能和保护投资者利益也具有正面意义。

对于中国而言，自20世纪90年代初沪、深两地交易所设立以来，现代资本市场的发展历史非常短暂，前后不过20多年的时间，与欧美动辄数百年的发展历程相比，在市场成熟度、交易规则完善度、金融监管的有效性以及平稳性等方面有着显而易见的差距。虽然在中国的资本市场中尚未爆发过真正意义上的金融危机，但大大小小的股灾也偶有发生，尤其是2015~2016年间的几次间歇性的“股灾”，跌幅之大之快都远远超过市场预期，至今仍然让投资者心有余悸。毫无疑问，在当前国内金融资本大行其道和国际金融市场深度耦合的背景下，政策干预市场尤其是在股灾中的“救市”经验还很匮乏，在诸多救市工具的具体应用和时机的把握上还显青涩^①，通过深入而系统地研究全球主要资本市场中“股灾”的属性及“救市”的有益经验并为我国所灵活应用，对于构建稳健的多层次资本市场和防范系统性金融风险具有重要的现实意义。

在本文的最后，在总结前文理论讨论的基础上，我们还考察了我国资本市场的

^① 2016年元旦以来，整个下行周期中新一轮的杀跌被市场冠名为“股灾3.0”，为了缓冲市场的恐慌性下跌和抑制程序化交易，监管层借鉴国外部分主要市场经验推出“熔断机制”，但由于国内市场存在的一些独有的特性（譬如涨跌停限制、T+1交易规则）以及熔断机制自身阈值设计的缺陷，这一机制实际所发挥的作用适得其反，仅仅存在了4天即告夭折（李风云，2016）。

现状和存在的问题，并提出了未来的发展思路和政策建议。

二、资本市场的建立及在各国的发展

货币金融元素伴随着商业活动而生，早期资本市场的诞生也要归功于商业繁荣对资金筹措和风险分散的本质需求。企业或商人借助银行间接融资可以追溯到15~16世纪的意大利，通过发行股票进行直接融资则始于17世纪初的荷兰，1602年东印度公司成立后，为服务于其殖民战略和贸易活动，向社会发行首只股票，资本市场由此诞生，并随着全球经济发展在各国落地生根。纵观全球资本市场迄今400多年的发展历程，有以下几个明显的特征：

其一，世界资本市场发展的中心伴随着全球经济霸权的重心迁移（见表1）。借助于发达的造船业、航海运输业和资本主义贸易，荷兰在17世纪前后实质上已取代“两牙”成为新的霸权国家，基于殖民贸易的巨额资本需要，股份制的东印度公司^①在成立伊始便推出上文提到的资本市场发轫之作。但由于没有完备的股票流通市场和股票交易所，股票主要在阿姆斯特丹的综合交易所里与其他商品混合交易。17世纪中叶以后，通过三次“英荷战争”，英国取代了荷兰成为新的霸权国家，商业资本主义过渡到工业资本主义，早先在荷兰成立的很多股份公司在英国得到了快速发展^②。1773年，世界上首家证券交易所在伦敦的一家咖啡馆成立，即伦敦证券交易所的前身；1802年，伦敦证券交易所大厦正式落成，交易所主要交易英格兰银行、英国东印度公司和南海公司的股票。19世纪初，“工业革命”数十年的红利释放使得英国公共事业投资和银行、保险公司数量激增，国内90%的资本在股份制公司控制之下，运河公司、铁道公司股票纷纷面世并引起投资热潮，地方性的证券交易所也应运而生，到“一战”爆发前，英国本土已经有20余家地方性的证券交易所。20世纪上半叶的两次“世界大战”改变了全球政治格局，美国成为新的世界霸主，其国内资本市场也迅速随着经济发展占据制高点。美国最早的证券交易市场在费城——当时的美国政治和经济金融中心，“梧桐树协议”^③后，华尔街成为美国最早的股票市场，后来逐步演变成纽约证券交易所。“大萧条”使得美国股市一落千丈，但罗斯福政府关于规范股票市场的一系列政策措施为美国资本市场奠定了长期稳定

① 1602年，荷兰贵族和商人成立股份制的“联合东印度公司”，拥有政治、军队和商船的集合权利。

② 在英国最古老的“皇家交易所”中，俄罗斯公司（1553年创立）、英国东印度公司（1600年创立）和荷兰的股份制公司等少数股票标的与商品交易混在一起。

③ 17世纪中叶，荷兰殖民者为便于商品交易，在曼哈顿岛的南部划分出一部分区域建立华尔街。随着美国经济的迅速发展，证券交易商汇集于此，露天或咖啡馆的证券交易逐步活跃起来。到1792年，24家证券经纪商缔结正式协议，明确交易规则和交易对手范围，同时商定交易地点——梧桐树下，“梧桐树协议”由此得名。

发展的基础^①。战后美国经济的强劲复苏使得资本市场逐渐恢复元气，到1954年，美国股市重回股灾前水平。20世纪下半叶，美国资本市场虽然也经历过几次波折，但全球资本市场中心地位至今难以撼动。作为东亚“雁型模式”的领头者，日本经济在战后迅速恢复，并迅速蹿升为世界第二大经济体，东京证券交易所重新开业后步入了超常发展时期，到1990年前后已经在交易规模上超过了纽交所。20世纪90年代后，日本经济陷入长期低迷，资本市场也经历了泡沫化破灭的冲击，但仍是当前全球重要的市场之一。改革开放造就了一个重新崛起的中国，从“雁阵”的末端迅速成长为世界第二大经济体。虽然中国政府旗帜鲜明地表态不谋求霸权，但经济规模和全球竞争力的上升使得国内外的资本集结于此，资本市场的发展一日千里，股票市值已跃居全球第二。如何构建符合中国特色、满足现阶段实体经济需要的多层次资本市场，已成为当前金融改革的重要课题之一。

表1 早期全球主要资本市场的建立

		年限
美国	1792年，“梧桐树协定”缔结，股票交易自律机制建立；1817年成立纽约证券与交易管理会，1863年更名为纽约证券交易所	199年
英国	1773年，伦敦证券交易所的前身在伦敦的一家咖啡馆成立，1802年伦敦交易所大厦落成	214年
德国	1820年，法兰克福出现首只股票；1879年，法兰克福证券交易所落成	137年
日本	1879年，东京证券交易株式会社成立，即东京证券交易所的前身；1949年，东京证券交易所重新开业	137年
俄罗斯	1703年，俄罗斯成立圣彼得堡证券交易所；1839年，莫斯科开设综合性交易所，并设立独立的金融产品交易部门	177年
南非	1887年，约翰内斯堡证券交易所成立	129年
印度	1875年，孟买交易所成立；1957年，证券市场发展步入正轨，出现《证券法》	141年
巴西	1845年，里约热内卢证券交易所成立；1890年，圣保罗证券交易所成立；1976年通过《证券法》	161年
中国	1918年，北京证券交易所成立；1920年，上海证券物品交易所成立	98年
新加坡	1930年，新加坡证券业协会成立；1973年，新加坡证券交易所成立	86年

资料来源：笔者根据各国证券交易所网站公开信息搜集编制。

^① 重塑华尔街是罗斯福新政的重要目标之一，《证券法》、《证券交易法》、《投资公司法》和《投资顾问法》等都在这一时期先后颁布，美国证监会也随之成立。战后共同基金的迅速发展，使得美国资本市场向价值投资理念转变，并逐步走向了健康发展之路。

其二，在资本市场发展的早、中期，实体经济需求引致了资本市场发展。在研究金融发展与经济增长关系的学术文献中，“实体经济需求拉动金融发展”还是“金融发展供给推动经济增长”的争论是重要的研究领域之一，而资本市场作为金融市场的重要组成部分，与实体经济的互动关系自然不可忽视。在全球主要资本市场创立后的很长一段时间内，其满足于实体经济融资需求的本质属性越来越明显。首先，资本市场的诞生是商业经济和股份制发展到一定阶段后的产物，世界首只股票的出现主要是为了迎合贸易经济的巨大资金需求和应对投资的不确定性。其次，各国资本市场的高速发展时期都出现在经济实现腾飞的阶段，无论是早期的殖民贸易还是各国滚滚而来的工业化浪潮，迅速活跃的实体经济对资金募集和风险分散机制建设提出了更高要求，崭新的商业模式迫切需要信用机制的创新来提供支持。早期主要资本主义国家大规模的基础设施建设促进了运河股票、铁路股票的发展，轰轰烈烈袭来的工业化和农牧业规模化丰富了资本市场的交易品种，而重化工业的成长和兼并重组、跨国公司和高新技术产业的集中涌现使得金融类股票、贸易类股票和科技类股票等迅速占据资本市场的重要位置，同时拓宽了资本市场的层次性，主板和二板、场内和场外、全国和区域的资本市场结构逐步完善。最后，脱离实体经济需求的资本市场往往孕育着巨大的金融风险，金融创新过度冲击经济增长意味着资本市场发展供给推动经济增长的论点受到质疑，这是各国资本市场向中后期发展都需要认真面对的一个课题。

其三，资本市场发展始终伴随着投机和由此带来的泡沫化风险。资本市场本是应实体经济的融资需求而产生和发展的，在很大程度上发挥着社会资金有效配置和风险合理分散的功能，同时兼具居民和企业的财富配置和投资增值功能，但是当投机情绪在市场成为主流时，资产泡沫化危机的孕育也基本成熟。可以说，任何一个资本市场里都有投机的成分，“羊群效应”造就了资本市场的“非理性繁荣”^①，而“博傻理论”将资本市场泡沫化推向崩溃的边缘，价格泡沫在事件触发破灭后，金融加速器机制将导致流动性短缺的自我强化，从而导致大大小小的金融危机并向实体经济各个领域蔓延，这可谓是虚拟经济的固有属性和本来面目之一（Shiller, 1990、2003；周吉来、张建平，2012）。1720年的“南海泡沫事件”使英国股票市场大受冲击，南海股票从每股1000多英镑的高位跌至124英镑，其他大多数股票也都面临几乎相同的悲惨遭遇，英国股票市场因此长期停滞不前，直至工业革命的前

^① “非理性繁荣”（irrational exuberance）一词最早由美联储前主席 Alan Greenspan 在 1996 年 12 月 5 日的晚宴讲话中正式提出，并由于紧接其后的全球主要股市纷纷下挫，而为大家所熟知。由于非理性繁荣被直接定义为“投机热潮的强势状态”，而与资产价格泡沫紧密联系在一起。Shiller（2000）在以此命名的经典著作《非理性繁荣》（第一版）中，列出了股票价格大涨的 12 种原因，并着重指出：在经济上升阶段，来自内部和外部的任何利好消息，都更容易成为资产价格泡沫自我维持和进一步膨胀的原因（周吉来、张建平，2012）。

期；在1929年的美国股灾中，道琼斯指数缩水90%，银行系统和实体经济均出现危机，5000万人失业和数以千计的人自杀，经济大萧条的景象触目惊心；1989年爆发的股灾使日本陷入深度的经济危机中，“失去的十年”后仍不见明显的复苏迹象；2007年美国次贷危机演化为全球性的金融危机，美国国内经济一度陷入面临第二次“大萧条”的风险，“量化宽松”的退出一波三折，而欧元区的金融市场和宏观经济更是深受其害；2015年中国股市出现严重下挫，两个多月内上证综指下挫超过40%。资本市场诞生以来，全球大大小小的股灾多不胜数，上述所列仅仅是比较有代表性的几个，但仍可以从中看出资本市场发展所蕴含的巨大风险。由于资本市场崩溃的危害巨大，很多国家都在危机后出台了各种监管措施，同时加强事前管理来完善市场运行机制。英国国会在“南海泡沫事件”爆发之际出台“泡沫法案（The Bubble Act）”，旨在取缔投机行为；罗斯福政府于1933年相继推出一系列法案，建立一整套监管框架，重塑市场信心；在先后经历1989年股灾和1997年亚洲金融风暴的惨痛教训后，日本政府成立金融监管厅，并先后出台《金融再生法案》和《金融健全化法案》，前者旨在完善危机后的金融机构破产处理机制，后者则主要用于事前防范金融危机。需要强调的是，与危机的事前防范和事后救助措施逐步完善和系统化相比，更为重要的事中干预还很被动和滞后。换言之，危机期间金融监管部门和央行如何合理分工并有效运用政策工具对资本市场进行救助，也是摆在当前各国金融决策层面前的重要课题之一。

至此，我们在简要回顾全球主要资本市场发展史的基础上，提出了三个重要课题：一是在中国经济发展水平进入新的阶段后，应该建立一个什么样的资本市场，以及如何更好地发挥其资源配置、风险分散职能并降低市场波动性的功能；二是如何更好地界定经济增长与资本市场发展的关系，以及有效防范资本市场发展过度 and 金融工具创新过度带来的风险；三是中央银行或金融监管部门如何在资本市场危机中进行有效干预，以及中央银行在综合性金融监管体系中应发挥什么样的作用。以上几个问题我们试图在下文中进行解答。

三、当前全球主要资本市场的比较及量化评价

自股票诞生和交易所设立以来，在数百年的时间里，全球资本市场经历了兴起、繁荣，也遭受过危机和低迷，在金融市场发展整体不断走向纵深的同时，资本市场在规模、完备性及其与实体经济的关联性等方面都有了长足的进步。基于这几个方面的比较，下文对主要国家资本市场进行更加深入的剖析，旨在找出未来中国完善多层次资本市场的政策着力关键和路径框架。

（一）资本市场发展规模的整体比较

在20世纪90年代直到2008年全球金融危机爆发期间，世界资本市场整体发展

势头非常迅猛,根据世界银行的统计,全球股票市值由1990年的9.4万亿美元上升到2007年的64.5万亿美元,市场供需两端非常活跃。具体来看,一方面,发达国家资本市场步入成熟发展期,并继续在全球资本市场占据绝对主导地位。以2007年为例,高收入国家资本市场股票市值占全球的80.1%,其中,美、日、英、德分别占30.9%、6.9%、6.0%和3.3%,中、俄、巴西、印度和南非这些后来所谓的“金砖国家”分别占9.7%、2.3%、2.1%、2.8%和1.3%。另一方面,新兴市场经济体资本市场迅速发展壮大。其中,中国和俄罗斯股票市场均在20世纪90年代初正式建立,之后迅速步入了黄金增长期,并赶超其他大多数发展中国家;巴西和印度股票市值分别增长85倍和47倍,与之相比,同期高收入国家资本市场和全球资本市场平均增幅为2.2倍和5.9倍。然而,美国次贷危机引爆并蔓延至全球的金融危机使得各国资本市场大受冲击,2008年全球股票总市值腰斩为34.9万亿美元,直到2012年逐步恢复到53.2万亿美元的水平,距离危机前的规模还有一定差距。

表2列举了2012年主要的资本市场发展指标,从中我们有以下几点发现:一是发达国家依然保持着其在全球资本市场的影响力,经济的证券化水平较高。无论从上市公司市值还是从上市公司数量来看,美、日、英等老牌资本市场强国仍然占据市场的制高点;从证券化率来看,发达国家(包括南非、新加坡等)这一指标都在100%以上,以“金砖国家”为代表的新兴市场国家证券化率平均不足50%;从资本市场活跃程度来看,发达国家交易周转率(换手率)也要明显高于新兴市场国家。二是金融危机对新兴市场国家的冲击要比发达国家更大,资本市场的成熟度决定了危机后资本市场恢复的速度。2012年,高收入国家股票市值占全球的比重为80.8%,在危机前的水平上略有提高,其中作为危机发源地和最中心的美国则由2007年的30.9%上升至35.1%;同期处于危机外围的金砖国家整体占比由2007年的16.2%下降到14.4%。由于资本市场还不完善,危机后新兴经济体市场自我修复的能力要弱于发达市场国家。三是金融结构类型在很大程度上决定了资本市场发展的高度。美、英属于市场主导型的金融结构,证券化率水平基本相当,都在115%左右;日、德属于银行主导型的金融结构,证券化率分别为61.8%和42.1%,与新兴市场国家相比没有太大的差距。这一结论在金砖国家也是适用的,银行主导型的中、俄两国的证券化率都在50%以下,但市场主导型的南非则超过150%。

20多年来,中国资本市场在新兴市场国家中发展最为突出。受益于国企绩效改革、股权分置改革、企业成长和高速增长经济释放的红利,中国成为资本市场规模增长最快的国家,并于2012年在股票市值上首次超过日本成为仅次于美国的全球第二大资本市场。此外,中国上市公司数量也仅次于美国、日本和印度,列全球第四。值得一提的是,中国股票市场俨然成为当前全球最为活跃的市场,换手率高达164.4%。

表 2 主要国家资本市场发展指标 (2005 年、2012 年)

	上市公司总数	上市公司市值 (亿美元)	证券化率 = 市值/ GDP (%)	股票交易总额/ GDP (%)	换手率 = 股票交易 总额/市值 (%)
美国	4102 (5143)	186683 (169709)	115.5 (129.6)	132.2 (164.3)	124.6 (129.2)
英国	2179 (2759)	30195 (30582)	115.5 (126.8)	95.2 (172.8)	84.0 (141.9)
德国	665 (648)	14863 (12213)	42.1 (42.7)	34.7 (61.7)	91.8 (146.0)
日本	3470 (3279)	36810 (47365)	61.8 (103.6)	60.5 (109.3)	99.8 (118.8)
俄罗斯	276 (296)	8747 (5486)	43.4 (71.8)	36.3 (20.9)	87.6 (39.0)
南非	348 (388)	6123 (5654)	154.1 (219.3)	78.5 (77.9)	54.9 (39.3)
印度	5191 (4763)	12633 (5531)	69.0 (66.3)	34.0 (52.0)	54.6 (92.2)
巴西	353 (381)	12299 (4746)	51.0 (53.2)	34.6 (17.3)	67.9 (38.3)
中国	2494 (1387)	36974 (7808)	43.7 (34.4)	68.9 (25.8)	164.4 (82.5)
新加坡	472 (685)	4141 (3167)	142.8 (248.5)	54.0 (94.0)	43.3 (40.4)
韩国	1767 (1620)	11805 (7182)	96.5 (80.0)	123.8 (133.9)	139.2 (209.8)

数据来源：World Bank Group, World Development Indicators; Stock Markets。

注：括号内为 2005 年数据。

(二) 资本市场发展的完备性比较

经济的多元化发展在很大程度上决定了投融资需求的多元化，产业结构的调整和升级也对金融结构演变提出了更高的要求，因此，多层次资本市场是适应实体经济需求的必然产物。整体来看，多层次的资本市场应该至少包括主板市场、二板市场（创业板）和场外交易市场（OTC），当然“国际板”和区域性交易市场的补充也是必要的。

首先，主板市场是整个资本市场的基石，主要是给具有一定规模的成熟企业提供融资平台，因此在公司市值、财务经营状况以及股权结构等方面具有较高的要求。如附表 1 所示，发达国家的主板市场通常都是各国最为悠久的股票交易市场，如纽约证券交易所、伦敦证券交易所、东京证券交易所等，也有像中国的上海证券交易所、深圳证券交易所这样发展速度很快的新兴市场，主板市场的建立标志着一国资本市场的正式形成。其次，二板市场（创业板）主要为具有高成长性的中小企业和高科技企业提供融资服务，在公司标准和上市条件等方面较主板市场要低很多，通常来说并不设定严格的盈利标准和公众最低持股数量等要求。对于那些已经完成工业化的发达国家来说，二板市场已经高度完善和成熟，上市公司数量众多，交易活跃度很高，譬如美国的 NASDAQ、日本的 JASDAQ、新加坡的 SESDAQ 以及伦敦证券交易所下属的技术板和创业板，而新兴市场国家的二板市场大多还在创建和初期发展中，无论是交易标的数量还是运行机制等多方面还有较大的提升空间。主板市

场和二板市场互相补充,共同构成了交易所市场,或者说场内市场,通过资产证券化将异质性、差异化的企业资产进行标准化的产品处理,打通了实体经济与虚拟经济的联系渠道。再次,场外交易市场(OTC)与交易所市场相对应,也称作柜台交易市场,主要是为那些不具备在交易所市场上市资格的企业融资,堪称交易所市场的“培育室”或“二传手”。在这个市场中,做市商取代了经纪商,协商议价取代了公开竞价。毫无疑问,无论从挂牌企业数量还是交易机制的完善性方面来看,包括金砖国家在内的新兴市场国家都较发达国家有较大的差距。最后,区域性的(股权、产权)交易市场是对场外市场的补充,主要为特定区域内或地方性的企业提供股权、债券和融资服务。发达国家在主要的金融中心城市都设有区域性交易市场,为投资者提供了股权、债券投资和兑现的机会^①。

评价各国资本市场发展的完备性,可分别从市场的层次性(构成及对比关系)、转板机制和开放程度等方面展开。其一,从多层次市场构成的要件来看,美、英、德、日四国虽然在资本市场层次结构上有所区别^②,但都分别建立了完善的主板、二板、场外市场和区域交易市场,新加坡、韩国等“四小龙”经济体伴随着经济腾飞纷纷建立和完善了交易所市场和场外市场,但囿于经济体量的制约,区域性市场没有显著发展;中国多层次资本市场架构已经基本搭建,但二板、场外市场发展还很不充分;南非和印度的资本市场也相对完整,但印度没有明确的创业板市场;俄罗斯、巴西等国的创业板或场外交易都存在较大的空白。其二,从纵向各个层次市场的交易活跃度、上市公司数量对比关系来看,以美、日、英为首的发达资本市场大致呈现“场外交易>二板>主板”的“金字塔结构”,而中国等新兴市场国家则与之截然相反^③。其三,转板机制是反映资本市场成熟度的重要参考标准。整体来看,发达国家都具有完善的升降转板机制。以美国为例,一方面,交易所市场和场外市场具有灵活的升降互动机制。从纽约证券交易所或者NASDAQ摘牌的股票可以进入场外市场行情公告板(OTCBB)^④,而OTCBB挂牌企业如果达到一定标准,也

① 由于经济和金融一体化的巨大发展,主要发达国家资本市场已经淡化了全国性交易所和区域性交易市场的区分,区域性交易所的存在更像是“历史遗留问题”,很多已经变成全国性交易所的区域交易中心。

② 在资本市场分层结构上,各发达国家又有所区别。其中,英国伦敦证券交易所同时涵盖主板、二板和场外交易,在内部进行分层;日本和德国与英国相似,东京、大阪和名古屋三家证券交易所内设市场一部、二部和三部,分别对应主板、二板和国际板,而作为店头市场代表的日本证券自动报价系统(JASDAQ)主要提供二板和场外交易(Green Sheets)服务,德国证交所下设主板(高级市场、一般市场)和二板市场(初级市场);美国的纽交所与NASDAQ并行,前者专注于主板市场,而后者又进行了分层,分别涵盖主板、二板市场。

③ 对于新兴市场国家而言,由于主板市场运行时间长,且以国有控股企业和大中型为主,具有资金和规模上的优势,是资本市场的核心;二板初建不久,门槛相对较高,具备资质的企业数量有限,且场外交易非常分散、不规范,交易活跃度很低,整体市场规模相对有限。

④ 根据NASDAQ的规定,连续30个交易日交易价格低于1美元,警告3个月未能使股价升至1美元的股票,将摘牌进入OTCBB报价系统。

可以自然升至 NASDAQ 或纽交所、美交所进行交易。这一机制不但可以区分投资风险,而且能为不同发展阶段的企业提供更加优化的融资渠道。另一方面,在场外市场中,被 OTCBB 摘牌的企业会进入粉单市场 (Pink Sheet) 系统,反之亦然。与之相比,中国新三板 (场外交易) 股票转升创业板试点尚未推出,交易所市场的退市制度和转板制度整体方案亦未能落地,其他新兴市场国家也普遍面临这样的问题。其四,“国际板”反映了资本市场的开放程度。一方面,发达国家资本市场通常并不单列“国际板”,外国上市公司可以与本国股票按大致相同的规则在交易所上市交易,譬如纽交所、NASDAQ 中的全球市场 (GM) 和全球精选市场 (GSM)、伦敦证交所主板市场 (Main Market) 和创业板市场 (AIM)、德国证交所的主板市场 (Main Market) 等^①。另一方面,新兴市场国家“国际板”建设差别较大,其中,新加坡、韩国、南非等国资本市场开放程度不逊传统发达国家^②,南非、俄罗斯、巴西等相对开放,印度、中国等资本管制程度较高,“国际板”尚未开启。

(三) 对各国资本市场的量化评价

当前全球尚未建立资本市场发展评价的统一体系,相关研究也多以某一方面特性 (规模、开放度、交易活跃度等) 及定性分析为主,系统性研究基本上处于空白。为了更加清晰地比较当前世界各主要资本市场的发展水平,我们试图建立资本市场发展的一套评价体系,涵盖了资产证券化水平、证券交易活跃度、层次性 1 (完整性)、层次性 2 (对比关系)、转板机制和开放度等评价内容,具体评价指标、权重和评价标准参见表 3。

根据表 3 评价标准,对研究的样本国家资本市场进行打分,评价结果具体见表 4。整体来看,美国拥有全球最为发达和活跃的资本市场,无论市场发展还是机制建设都具有示范性效应,这也与其长期以来的“金融霸权国家”的地位相符;作为传统的资本主义强国,英国资本市场发展历史悠久且非常成熟,高度国际化的资本市场吸引了来自全球 70 多个国家的上市公司;由于德国和日本银行体系在国内金融市场中的主导性地位^③,会在一定程度上抑制资本市场的进一步壮大,但两国资本市

① 伦敦证券交易所堪称国际化程度最高的资本市场,在主板市场 (Main Market) 和 AIM 上市的国外股票近 600 只,来自 70 多个国家,其市值总量与本国上市公司相当;德国证券交易所也有来自近 70 个国家的上市公司,其交易量占全部交易量的 50% 以上。

② 南非 JSE 于 2004 年允许外国公司上市交易,但因外汇管制对本地投资者持股设定上限,2011 年废除这一条款,资本市场更加开放。新加坡证券交易所 (SEX) 1990 年为国际性证券开设市场 (Club International), 1997 年将自动报价系统 (SESDAQ) 也开放给国外上市公司,2010 年成立 Global Quote 板块,推出 19 家亚洲大型企业的美国存托凭证交易 (含 6 家中国上市公司),资本市场进一步开放。韩国于 1981 年开放资本市场,经历了 10 年时间的不断探索,20 世纪 90 年代初开始全面放开国内资本市场,允许外国公司境内上市和韩国公司境外上市。

③ 2014 年德国银行信贷总额占非金融企业负债总额 (债务证券和贷款) 的比例为 51%,整个欧元区为 46%,而美国只有 11% (基恩斯·魏德曼, 2014)。

场均已比较成熟；新加坡、韩国和南非较早实现了经济腾飞和资本市场开放，有限的经济体量限制了上市公司数量和市值的进一步增长，但整个资本市场的运行机制已经相当完善；印度资本市场近些年来在“投资印度”战略的刺激下有了长足的进步，但整个市场缺乏有效规范，资本市场分层不明，上市公司数量繁多且良莠不齐，迫切需要厘清未来的战略发展思路；俄罗斯、巴西资本市场的整体架构还不均衡，存在着运行机制的空白，与中国一样面临着未来资本市场进一步开放的诸多考验；中国资本市场正式建立不过 20 多年的时间，上市公司数量和市值迅猛增长，目前虽已基本搭建起各个板块，但很多子市场还属于成长初期，国际板也处于空白，未能充分发挥资源配置和风险分担的实质作用，而且机制供给长期落后于市场需求，未来多层次资本市场建设仍然面临着诸多课题。

表 3 资本市场发展评价指标体系

	权重	评价指标	评价标准
资产证券化水平	20%	证券化率 = 上市公司市值/GDP (%)	(1, +∞), ★★; (0.75, 1], ★☆; (0.5, 0.75], ★; (0, 0.5], ☆
证券交易活跃度	20%	股票交易量/GDP (%)	(1, +∞), ★★; (0.75, 1], ★☆; (0.5, 0.75], ★; (0, 0.5], ☆
层次性 1: 完整性	10%	主板、二板、场外交易、区域性交易市场的构成	主板、二板、场外交易和区域性交易市场完备, ★; 其他, ☆
层次性 2: 对比关系	10%	上市公司数量	场外市场 > 二板市场 > 主板市场, ★; 其他, ☆
转板机制	20%	退市、摘牌或向上转板	自动升板机制和强制退市机制, 满足两项, ★★; 自动升板机制和强制退市机制, 满足一项, ★☆; 无明确转板机制, ★
开放度	20%	国际板	国外股票可在境内上市, 且上市规则类似国内股票, ★★; 国外股票可在境内上市, 但审批要更为严格, ★☆; 资本管制, 无国外股票, 但建有 QDII、QFII 或类似机制, ★; 完全管制, ☆
合计	100%		加权平均得分

四、资本市场波动及与宏观经济的相关性

资本市场发展是一把“双刃剑”，发展不足和发展过度都会损害实体经济。一方面，资本市场创建和发展的原动力来源于实体经济发展需求，通过资本市场的有