

SHANGHAIZHENGQUANBAOWENCONG

《上海证券报》文丛

不妨增加“泡沫”的高度
中国股市：如何超越“百慕大三角”
谈说“投机经济学”
在发展中规范 在规范中发展
巨额游资挑战中国金融体制
保证股市健康发展必须把握好两种关系
搞定悲痛才能有大智慧
要有“大智慧”，须学ABC
关于发展中国证券市场的战略思考
谁需要大智慧
股价 大米 苹果和啤酒
专家监市：让第三只手发挥作用
面对转轨经济的证券市场
消除五大矛盾 促进市场发展
不应将股市看作另一家银行
证券市场大智慧在于证券市场本身
证券市场的实证分析与思考
关于股票市场若干理论功能的反思
中国国债回购市场分析
从资本结构看国有企业重组
证券市场需要反思
主持人絮语

寻求证券市场

大智慧

《上海证券报》专题部 编

学林出版社

(修订本)

寻求证券市场大智慧

《上海证券报》专题部 编

学林出版社

寻求证券市场大智慧

作 者 《上海证券报》专题部 编
责任编辑 李 东 曹坚平
特约编辑 赵 旭
封面设计 周剑峰
出 版 学林出版社
上海市钦州南路 81 号三楼
发 行 新华书店上海发行所
印 刷 常熟市第四印刷厂印刷
版 次 1997 年 7 月第 1 版 1997 年 12 月第二次印刷
规 格 850×1168 1/32
印 张 13
字 数 296,000
印 数 3,001—9,000
国际书号 ISBN7-80616-324-7/F·29
定 价 20.00 元

总 序

“《上海证券报》文丛”是中国证券经济报刊业的一种衍生产品。

说起衍生产品,总让人联想起创新和“反传统”;但这种定位对“信息高速公路”可能更合适。确实,90年代迅猛而来的信息电子化潮流,为传统大众传媒所始料不及。因为,当80年代人们预计未来社会将是信息独领风骚时,报业、出版界和影视界的编辑、记者、制作人欢喜莫名。可今天电脑网络以信息时代的合法载体出现在人们面前,咄咄逼人,大有舍我其谁之势。

因此,考虑“《上海证券报》文丛”乃到各种财经传媒的发展和定位时,首先要琢磨“信息高速公路”究竟在多少方面对我们这个社会空间给予了强烈的冲击。

第一,信息高速公路将在信息的密集化、即时性上大大占

优,一旦普及到千家万户,它将获得垄断优势,过去的早报新闻将变成晚报花絮的说法并非夸张。第二,资料背景分析优势明显。国内外一些人士认为,信息高速公路在信息量和快捷性方面的优势并不能取代传统报刊的深度报道分析。其实,这仅仅将网络内的资料理解为信息库了。大家都知道,各背景分析的完成主要依靠资料的完备,这在过去,读者没有能力,更没有时间去做。而目前的电脑网络就能将各类事件的发展过程和各种观点分门别类,读者只要按图索骥即可,且比过去丰富多采得多。第三,“版画”的图文并茂远胜于报刊杂志,其立体生动画面对今后习惯于漫画性思维的“新人类”极有吸引力。第四,但并非不重要,是,电脑网络易于提取、剪切,大大方便了读者的参与感,自己动手比被动接受更有一种真实感。——这里指出的仅是“信息高速公路”可预见的部分。

电脑信息网络对传统传媒的冲击很像上世纪末照片对绘画艺术的影响。在照相术未出现时,西方艺术一向以维妙维肖的写实自傲。但照片的精确复制技术使得前者相形见绌。于是,一时间绘画艺术将没落的声音不绝于耳。可是,现代艺术却由此诞生。因为现代艺术针对照相的形似,开始了一场“变形记”的革命。结果,虽然照片对20世纪作出了巨大的贡献,现代艺术也改变了人类的视觉经验。如电脑的三维绘画,就与超现实主义有着血缘关系。同样,其后的录像机也无法取代照相机。录像是全景式的流动的真;照片是片断的凝固的美,它在时间上连接过去和未来,在空间上延续远近和高低。

关键是选择。

“《上海证券报》文丛”选择的是中和之美,中庸之道;以眼光臻远,以虚怀包容。按书道的说法,中锋造势,偏锋取妍。所谓“中锋”,大而言之,也即探索中国证券市场正道,从资本市场而

金融市场而国民经济，寻求它们之间的关联和互动；具体来说，就是注重当下中国市场经济制度的建立和改革，对可能的变化作出较为即时的研究，以论文集或专著的形式推出；同时，配合出版实务性的操作介绍——这就决定了它们不是照搬国外的经验，而是结合当下中国情境和中期趋势的设计和可行性方案。所谓“偏锋”，亦即将看似玄奥的市场投资理念和理论演绎为投资人在具体境况下的直觉表现，使读者身临其境，作一回主人翁，过一把大投资家的瘾。为此人们会邀请一些擅长“抽象的抒情”的财经专栏作家、海外经纪人和翻译家，编著一系列银行家、企业家的传记，一部分世界金融市场的“大案要案”，以及作者本人涉市的所作所为的故事。

另外，现代社会需要闲暇，高度投入的金融市场更应该让人有放松的机会。散文化的时代已经来临，唯独财经散文、随笔阙如。我们相信，正如松散身体的家庭健身器，张弛脑力的财经散文也将放置在人们的睡榻旁。——自然，“《上海证券报》文丛”也会尽力填补这一供需缺口，为整日正襟危坐，修身、齐家、治国、平天下的工作者们解乏。

我们之所以提出“《上海证券报》文丛”是证券经济报刊业的衍生产品，除了希望它能在“信息高速公路”兵临城下前，寻找到介于“轻”（信息的及时性）和“重”（资料性）的落脚点；也企图在报业和图书出版业之间发现“中间偏左（报界）”的位置。因为，国内企业前几年兴盛过多样化集团发展策略，实践证明，大多是主业不振，副业的投资又无法促进主业的结构调整。其实，国外早就发现至少当企业的主业仍有潜力可挖时，业务多样化往往意味着经营状况的逆转——业务扩大到自己没有经验和专业知识的行业。而事实上，报业和图书业的区别也比一般人的想象要来得大。

唯其如此,本套文丛将依托《上海证券报》衍生出发展来,尽可能地发挥报纸的敏感性、鲜活性和作者队伍的专业性、广泛性以及快速的节奏;配以图书读者的接受心理,把观察的火花燎原成反思的熔浆,把狼吞虎咽的快餐调制成细嚼品味的美食,把急就章的泡沫凝固。

以上这些蜂拥而至、充满浪漫色彩的想法得到了学林出版社的热烈响应。对话与交流的结果,是使一个个想法潜入到我们的合作中,并以共同的热情和努力,使文丛能与广大的读者早早会面。

《上海证券报》文丛编委会

序 文

●周道炯

序 一

由《上海证券报》和上海泰德财经研究中心发起的“寻求证券市场大智慧”专题讨论在《上海证券报》以专版形式推出以来，受到了社会各界的高度重视和积极响应，对于处于转轨经济中的中国证券市场发展战略的选择起到了推动作用。欣闻“寻求证券市场大智慧”高级学术研讨会在上海隆重召开，我谨代表中国证监会对会议表示热烈的祝贺。

中国证券市场现在处于由探索阶段到规范化阶段的转变时期，我们面临的主要任务是通过规范化建设，逐步将中国证券市场由一个不成熟的市场发展成为一个初步成熟的市场。为此，集中全社会的智慧，从理论上对前几年证券市场发展的经验教训

进行总结和反思,尤其在我国制订“九五”规划时,对证券市场发展战略的研讨,是十分必要的。

证券市场作为市场经济体系的重要一环,是社会资本运动的核心,它肩负着筹集资金、调整结构、提高资源配置效率和促进经济良性循环的责任,与整体经济之间具有高度的相关性。证券市场的规模和发展程度应当反映整体经济证券化的内在要求,同时通过释放其启动功能和调节功能为整体经济发展服务,而且要与国家抑制通货膨胀和进行现代企业改革相配合。从这大局出发,我们应努力提高证券市场效率,改善市场环境,促进中国证券市场稳定、健康、规范地发展。

目前中国证监会规范证券市场的一个重要内容就是大兴调查研究之风,认真听取各方面的意见和建议,切实解决市场发展和保护投资者利益方面存在的问题,努力提高证券市场监管水平。这次“寻求证券市场大智慧”的讨论中,许多参与者为中国证券市场的理论建设和具体实践献计献策,提出了不少有利于我们今后发展的真知灼见,值得证券市场的方方面面借鉴、思考。同时也希望这种严肃认真的研究探讨风气能够进一步发扬光大。

(本文为作者致“寻求证券市场大智慧”高级学术研讨会的贺信)

序 二

我对“寻求证券市场大智慧”的讨论非常关注。作为《上海证券报》第一任总编辑，我一直对报社讲，报纸不仅仅是谈“炒股经”，它应该有丰富的思想内涵和理论深度，以期引导市场参与者共同思考和研究我们这个新兴市场当前发展和未来前景。因为在中国搞证券市场与在美国、香港等地搞证券市场完全是两码事，我们更需要“悟”出一些道理来，这是一个相当长时期的工作。这次“大智慧”讨论是很好的开端，希望《上海证券报》在这一方面不断进步、提高。

我非常荣幸地经历了上海证券交易所迄今的创业发展全过程，对其中酸甜苦辣也许比寻常人有更深的体验。有时你被捧为英雄，有时又会被当作非议甚至批判的对象。我经常想起1990年11月上海证券交易所开业前去香港考察时袁天凡先生对我说的一段话，他是香港股市1987年股灾后就任香港联交所总裁的青年精英，他说：尉先生，你太理想化了，搞证券市场没有一个国家不出问题的，它是一个大众化的市场，根本不依你个人的意志为转移，我们的责任是让问题出得少一些，小一些，你应该对

你的上司讲清楚，否则人们会以为是你把它搞坏了。我当时并不完全相信这些话。当然，作为从业者履行自己的责任，我们都尽全力为这个市场做出点东西，留下点东西，个人的成败算不上什么。

进入 1995 年以后，市场接二连三遇到一些问题，市场发展处在一个非常重要的时期。开展“大智慧”的讨论，我想的第一个问题是，正视市场的存在。市场发展到今天，确实很难很难，靠的是政策大潮的推动和一批人士的敬业献身。我不敢想象去讨论证券市场要不要办的问题，几千万、上亿的人已卷入，证券市场已经成为当代中国经济社会、政治生活的一个组成部分，恐怕唯一的选择是如何把它办好、办成功，不要在我们手上贻误发展时机。第二，正确认识市场发展所处的阶段。这个市场只是一个 5 岁的孩子，不能要求它必须达到 18 岁、28 岁可以婚嫁生育的成熟程度，事物成长需要一个过程，没有长大就不可能成熟。我们应该正确认识目前市场阶段，科学地把握“发展”与“规范”、“慢”与“快”、“好”与“差”等问题，促进市场更好地发展。第三，这个问题与前面的问题是相关的。我们对中国经济的成长前景要有整体的构思，要把证券市场的问题放在这个整体构思中去思考、评判，搞证券市场不是养盆景，只是关起来调养。经济政策和发展需要证券市场与之相配合，需要证券市场充分发挥其动员、配置资源的功能作用。如果证券市场不能做到这一点，我们决不能说它办好了，从这个意义上讲，这也是生产力评判标准的问题。

我们已经有了一个不错的开端，中国证券市场一定是有希望的，让我们共同努力吧！

（本文为作者在“寻求证券市场大智慧”高级学术研讨会上的致词）

序 三

1994年6月,吴敬琏教授就中国股市的发展,在《读书》杂志第8期发表了他的著名文章《何处寻求大智慧》,从此,“大智慧”成为证券市场使用频率很高的一个词。那么,究竟什么是证券市场的大智慧?大智慧在哪里?怎样寻找这些在大智慧?作为中国证券市场主要的舆论工具之一,我们觉得回答这些问题是我们义不容辞的责任。于是1995年6月,《上海证券报》与上海泰德财经研究中心合作,在《上海证券报》上开展了“寻求证券市场大智慧”的专题讨论。非常感谢吴敬琏教授对我们的这一讨论给予了自始至终的支持。

“寻求证券市场大智慧”的专题讨论在《上海证券报》上以专版形式推出,共出了30个整版,刊登文章逾百篇,累计发表各类探索言论20多万字。如我们所期望的那样,讨论受到了社会各界的高度重视和积极响应,其影响甚至远远超过了证券界本身。而且参加讨论的文章至今仍泉涌而来,使这一讨论欲罢不能。无论是当代中国经济学界著名学者的长篇鸿著,还是仍在院校就读的莘莘学子的一得之见;也无论是身居高位的权威人士的政

策思考,还是滚爬于股市之中的普通投资者的肺腑之言,都饱蘸着对中国证券市场的一片真情与希冀,折射出如何推动这一市场健康发展的真知灼见和智慧之光。它使我们毫不怀疑:中国证券市场确有大智慧,大智慧就在市场之中。只要我们认真地去发掘这些大智慧,恰当地运用好这些大智慧,植根于生机勃勃的中国经济的沃土,中国证券市场一定会有一个辉煌、灿烂的明天!

(本文节录自作者在“寻求证券市场大智慧”高级学术研讨会上的致词)

何处寻求大智慧

读了《读书》杂志 1994 年第 5 期陈彩虹的《给点大智慧》一文，很受启发。这篇文章批评目前泛滥于图书市场的“股书”只在投机炒作的小技巧上做文章，误导股民，呼吁有关证券市场的书籍“给人以大智慧”。作者提出的，实际上是一个如何正确认识金融市场的作用和怎样坚持改革的正确方向的问题。这是一个重大问题，很值得我们深入思考。

不过这篇文章好像也有不足之处，就是它虽然提出了我们需要关于证券市场的“大智慧”，但是对于什么是这个“大智慧”以及向何处去寻求这个“大智慧”，似乎语焉不详，没有给出明确的答案。关于什么是这个“大智慧”，作者说，它是指一种能够说明“中国这些年经济增长速度之高无国可比，股市却泻得一塌糊涂”的奇怪格局，使股民们“通过实践操作，创造正规而成熟的股市，真正繁荣我们社会主义市场经济下的股市”的智慧。人们的自由只能来自对规律的认识。因此，这个“大智慧”显然非科学的经济理论和金融理论莫属。那么，从哪里去取得这种智慧呢？作者说，中国股市的这种“奇怪格局”，不但股民们“搞不明白，经济

学家也显得无可奈何”。为了说明白这种“说不清也道不明”的格局，“需要认真的思考，需要大智慧的思想”。可是这样一来，在我们面前需要解决的问题和解决问题的手段之间就形成了一个互为因果的闭锁的环：我们需要大智慧，大智慧从何而来？来自大智慧的思想。

说到从哪里取得分析我国现实问题的智慧，我倒有一点亲身体会，可以公诸同道，以供切磋。

前几年访问美国、日本和台湾时，那里的经济正处在 80 年代末虚假繁荣的“气泡”破灭后的持续衰退之中，不少经济界和经济学界的朋友以他们的惨痛教训坦诚相告，并且直言大陆也存在出现“气泡经济”(bubble economy)的危险，恳切希望我们在大好的经济形势面前好自为之，不要落入金融投机和“金钱游戏”(money game)的陷阱。

听从朋友的提示和劝告，读了一些他们推荐的书籍，同时留心观察我国经济体制演化，包括证券市场发展的进程。一面读书，一面观察，一面思考，自以为颇有所得。以股市为例，显而易见，1992~1993 年股市暴炒和之后的股市暴跌。正是过去已经反复出现、前人也已经详尽考察过的投机市场气泡吹胀以及它不可避免的破灭的旧景重现。这就像加尔布雷斯(John Kenneth Galbraith)在《“气泡”的故事——金融投机简史》(*A Short History of Financial Euphoria*)中评论美国 80 年代中期的投机狂潮和 1987 年的大崩盘时说的那样：“和从前一样，在这场投机风潮中并无新奇之处。所有的因素都只是重复过去，完全可以预料。”自己的这一段经历使我确信，要对我国目前五光十色的经济和社会现象作出科学的分析，仅仅靠自己苦思冥想是不够的。市场经济的发育成长已经有五百到一千年的历史。在这漫长曲折的历史过程中，人类积累了丰富的经验。这种经验经过科学的

加工和提炼,凝聚成经济学和其他科学的理论。为了以历史为鉴,我们先得从前人的研究成果中汲取智慧,这就是说,先要读一点书。

说到考察“气泡”的吹起和破灭的历史著作和理论著作,可谓车载斗量。早在 1852 年就有一位名叫麦克凯 (Charles Machey) 的作者出版了一本讲述市场经济中投机行为和其他脱离理智的行为的书,名叫“*Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*”(《非同寻常的大众幻想和群众性疯狂》),生动地记载了在 1636 年荷兰的“郁金香疯狂”、1720 年法国的“密西西比泡沫”和英国的“南海泡沫”等历史事件中的金融欺诈和群众颠狂行为。1990 年出版了前面提到过的加尔布雷斯 的《“气泡”的故事——金融投机简史》(《改革》杂志将从 1994 年第 4 期起连载此书书摘)。加尔布雷斯以他特有的隽永深刻的笔触,对 17 世纪到本世纪 80 年代的金融投机事件反映的社会心态和它们所包含的政治内涵进行了鞭辟入里的分析。

从中国文献看,早在 1992 年 10 月,正当中国股市牛气冲天,市价/盈利率被炒到了二百倍以上的荒唐高价位,某些股评家对它的“辉煌业绩”歌颂备至的时候,中国经济出版社出版了曹宇、汪福安著的《警惕!股市的狂跌!——中外股市风潮实证分析》一书。这本书虽然编写得有些粗糙芜杂,但是收集了中外历史上有关股市投机和金融欺诈的众多案例,并从中引出了一系列重要的教训。光是书中“狂跌必将到来”、“警惕股市的狂跌”等标题,本来就足以让那些做着“入市即能发财”的美梦的人们警醒。无奈言者谆谆,听者藐藐。虽然人们用无数事实说明了股市赌博风险极大和“久炒必输”的道理,还是有成千上万的人为自己大发横财的利欲所驱策,被某些“行家里手”所误导,进了圈套。

《改革》杂志 1992 年第 4 期发表了中国社会科学院经济研究所朱绍文教授的《日本泡沫经济的破灭及其教训》。朱文从历史上的气泡事件谈起,详细分析了 80 年代下半期日本气泡经济的前因后果。朱教授在文末语重心长地指出:“最后提醒一下我国经济界,当前我国由于炒股票热,炒地皮热,炒房地产热,资产价格也在上升状态。市场经济的条件尚不具备,更不成熟,玩弄这类资产价格的上涨,鼓励人人向往投机,做发财梦,通货膨胀,货币不稳,政府和银行又不能有所作为,这样继续放任下去,恐怕市场还未建立,‘泡沫经济’已经泛滥成灾,必将淹没一切从事劳动生产,创造真实财富的社会经济秩序,也必将难以建立健康的市场经济,其患无穷。汲取外国经济所经历的教训,将有助于我们的反思。”

同一杂志 1994 年第 1 期发表了《台湾岛是怎样落入“金钱游戏”的陷阱的》一文,给人们讲述了 80 年代末期台湾投机狂潮的惊心动魄的故事:“六合彩”烧遍全岛,数百万人参加股市赌局,“地下期货公司”和“地下投资公司”利用人们的投机心理,肆无忌惮地进行金融诈骗。正在人们为自己在旦夕之间成为百万富翁而欣喜若狂之时,发生了必不可免的投机市场崩溃。那些手握亿万财富的人们突然发现,那纸上的钱财不过是镜中花、水中月,到头来只是一场空。文章的作者在讲完这些故事以后写道:“本刊 1993 年第 4 期曾发表两篇评述日本泡沫经济的文章,连同本文,这三篇文章虽然描述的是发生在日本、台湾的故事,但在中国大陆、在阁下身边是否也显露出类似的迹象呢?”

有人会说,上面那些文论,讲的都是外国故事,未必适用于中国。在我看来,这种论说如果不是“夜入坟场吹口哨”的自宽自解,就是想让一般股民闭目塞听,乖乖地受人蒙蔽摆布。上面引述的那些著作,无不意在就实论虚,阐明在具体历史事件背后支