

作者简介

吴晓求

中国人民大学原副校长、中国资本市场研究院院长。吴晓求教授系中国经济学界在资本市场研究领域最有影响力的专家之一，也是中国资本市场推进股权分置改革的理论设计者和政策制订的重要参与者。曾获“中国资本市场十大年度人物”“中国证券业年度人物”等荣誉，由其所著的《证券投资学》《中国资本市场三十年》等在业内享有盛誉。

李大霄

英大证券首席经济学家，中国著名证券分析与投资研究专家。1990年代初开始进入投资领域，拥有深圳1号股东代码。2008年正式加入英大证券，成为英大证券的研究所所长、首席经济学家。李大霄所著《李大霄投资战略》自出版以来持续畅销，得到行业及投资者的广泛认可。

刘纪鹏

中国政法大学商学院院长，中国企业改革与发展研究会副会长。曾多次参加国家重点课题研究，系全国人大《证券法》《国有资产法》《期货交易法》和《证券投资基金法（修订）》修改组和起草组成员。其在《人民日报》《经济日报》《中国证券报》《经济研究》等国内外近百家报刊杂志公开发表论文百余篇。

张兴军

财经作家，现任《中国经济评论》杂志主编。2008年毕业于中国传媒大学新闻学院，获文学硕士学位。同年加入经济日报社，著有《破局——商业的逻辑与变量》《金融改革创新启示录》等，个人深度报道作品曾获中国新闻奖、中国经济新闻奖等国家级新闻奖项。

中经丛书系列



丛书总策划：张兴军

统 筹：肖小琴 陈礼滢

策划编辑：张 乐

责任编辑：黄芳芳

助理编辑：姜 楠

装帧设计：昕远文化

团购电话：010-63538621

总序

洞见中国经济发展的趋势与未来

谁都知道2020年是中国乃至世界经济最困难的一年，但2021年全世界依然过得并不容易，一边经济在恢复，一边仍受到疫情的侵扰。虽然世界经济确实在2021年出现了恢复性增长，但2022年以后世界经济到底是个什么样子，我们还不_敢确定。毕竟国际货币基金组织在2021年最后一期《世界经济展望报告》中预测世界经济增长的同时给出两个警告：一是随着美联储和其他央行收回其在疫情期间提供的支持，全球股票价格和房屋价值面临骤降风险。二是受疫情影响，全球供应链关键环节中断且中断时间超预期，全球通胀上行风险加剧。在这种情况下，中国经济会怎样运行呢？

相比于其它国家，中国经济增长还是有确定性的，截止到我写序这一刻，我国2021年前三季度国民经济持续恢复发展，国内生产总值达到823131亿元，同比增长9.8%。但是，我们仍然不能忽略“当前经济恢复不均衡、基础不稳固”这样

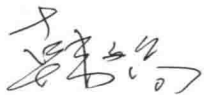
一个基本事实，而且这个事实可能持续一段时间。所以，我们现在“要用好稳增长压力较小的窗口期”进行科技创新和供给侧结构改革，“强化国家战略科技力量”“增强产业链供应链自主可控能力”“坚持扩大内需这个战略基点”“构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的发展新格局”和“构建高水平社会主义市场经济体制，实行高水平对外开放”。

与此同时，我们不回避中国经济面临的内生性增长不够的问题，也不回避新冠疫情和中美关系等诸多严峻而复杂的外部因素对中国经济的拖累，而是客观地、立体地去探讨中国经济发展的确定性和不确定性，引导我们的政府、企业和个人正确地看待和判断中国经济发展趋势，既不要因为中国经济的确定性增长而忽略了自身不确定性的风险，也不要因为自身面临的困难而看淡了整个中国经济的前景，在不确定性中寻求自己的确定性是每个地方政府、每家企业和每个人的必修课，课程之一就是经济日报出版社出版的“中经丛书”。

“中经丛书”由经济日报社主管主办、经济日报出版社出版的《中国经济评论》杂志精心打造。作为一个重要经济评论阵地，《中国经济评论》自然要担当起思考先行者的角色。于是，这个在疫情之年逆势诞生的新杂志以杂而不杂、热点聚焦的主题评论方式呈现在读者面前。杂而不杂的“杂”体现在不同的经济学专家（包括权威官员）和不同的经济观点同时出现在同

一期杂志中，形成“前沿观察”“中经智库”“趋势洞见”“环球视野”等栏目；“不杂”体现在无论哪一位专家或官员、无论哪一个栏目和观点都围绕一个经济热点或主题展开。于是，一个眼界更开阔、思考更纵深、评论更立体的畅读体验开始了。同时，也为我们今天出版的“中经丛书”奠定了基础。

因为每期《中国经济评论》杂志都聚焦一个经济热点问题，这便为独立成书提供了深邃的思想和完整的体系。于是，我们在“聚焦构建双循环”“聚焦资本市场”“聚焦科技创新”“聚焦近景远景”的基础上进一步拓展为“中经丛书”，先期推出的是《论局——双循环的机遇与挑战》《谋局——中国资本市场的变革与突围》《布局——中国科技创新的道路与抉择》和《新局——中国近期规划与远景目标》，后期还将结合供应链产业链、扩大内需和高水平的社会主义市场经济等紧扣经济前沿的深度作品。我们希望，通过继续加强媒体融合、书刊联来丰富我们的“中经丛书”。也让更多关心中国经济发展趋势和未来的有识之士们，能够多一个洞见中国经济发展趋势与未来的重要窗口。



经济日报出版社社长

2021年11月15日

序

充分兑现中国资本市场的潜能与价值

对于中国资本市场而言，1990年无疑是一个特殊的年份，这个被称为中国资本市场元年的时间节点，成为回溯所有成就的缘起。

经国务院授权，中国人民银行正式批准建立上海证券交易所。从此，中国资本市场开始了一个从无到有，从小到大的成长历程。伴随着中国经济的跨越式成长，规模亦水涨船高。

数据显示，中国A股上市企业的数量早已突破4000家，交易量和总市值衡量亦稳居全球第二。这无疑是一个前无古人的成就。

客观而言，中国资本市场的整体发展满打满算也才三十年出头。并且，这一跨越式历程几乎与改革开放的时间进程高度重合。某种程度上也可以说，其发展成就之所以要远超预测，是因为中国的改革开放而带动的经济活力的充分释

放。曾经的上海和深圳，以及如今的北京，上交所、深交所的创立，中小板、科创板和新三板市场的不断完备，代表着中国的资本市场的成熟与完善。

如果从具有开拓意义的改革层面回溯，很多标志性的事件亦跃然纸上。从前述提到的沪深交易所的开启到股权分置改革的空前实践，从注册制的全新探索到国际金融中心的全方位构建，中国已经初步建立了一个多层次的资本市场，同时也在向更规范、更透明和更成熟的国际一流市场继续迈进。

在2020年9月召开的国务院常务会议中，一个突出的重点就是部署进一步提高上市公司质量，保护投资者权益，从而推动资本市场持续平稳健康发展。包括建设规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，提高上市公司质量，提出完善上市公司治理制度规则和发挥部门合力加强监管等多项具体举措的一揽子措施，均是题中应有之意。

国务院常务会议所部署的任务与目标背后，正是对我们资本市场当前存在不足的一种“对症下药”。例如，投资者所期盼的持续而健康的牛市之梦仍然未能照进现实，近年来上市公司造假事件为何层出不穷，以及投资者利益如何得到更好的保护等，均是亟待解决的客观要务。

聚焦历史与当下，能够看到中国独特的经济发展模式、

制度环境决定了资本市场发展注定与其他国家有着不一样的轨迹和特征。未来，中国资本市场的构建也必然体现出我国当前发展阶段鲜明的时代特征，并在市场主体、发展任务和发展路径中体现出与其他国家的差异与不同。这也是为什么《中国经济评论》与一众重量级专家从机制、政策、实践等多个层面，深入剖析与研判中国资本市场的症结与问题，并提出了建设性的解决方案的背景和原因。

可以说，出版《谋局——中国资本市场的变革与突围》的缘起，便是因为我们充分意识到我们距离一个更加规范、更加透明和更加成熟的资本市场的目标还有着不小的差距。而聚焦当前存在的这些问题与不足，正是资本市场进一步改革的关键，从而为构建一个与世界第二大经济体相匹配的中国资本市场打好坚实的基础。

我们也迫切地希望，中国资本市场在新三十年的历程中，能够从规模、质量、结构和效率等多个维度实现质的突破与提升。



《中国经济评论》杂志主编
2021年11月11日于北京陶然亭

目 录

总 序 / 韩文高

序 / 张兴军

第一章 中国资本市场的变革历程 / 001

中国资本市场三十年：三座丰碑与一个目标 / 002

立足监管理念转变 推动中国股市发展 / 022

第二章 构建规范化的资本市场 / 033

深化市场机制改革 提升资本市场成熟度 / 034

如何让股市发挥融资功能？ / 045

第三章 A 股距离牛市有多远？ / 053

A 股向牛市稳步迈进 / 054

中美股市对比启示录 / 064

第四章 破解投、融资困局与难题 / 077

如何推动金融脱实向虚? / 078

中国养老金与资本市场如何共生? / 087

公募基金: 跨越 22 载的成熟之路 / 099

第五章 疏导债市悬河 / 111

信用债透视 / 112

当前地方政府债券发行及运行中的

可持续性问题的 / 118

第六章 面向国际与未来的资本市场 / 129

从中概股发展看资本市场的开放与变革 / 130

中国资本市场未来: 立足新起点 开拓新局面 / 141

附 录 中国资本市场 30 年大事记 / 151

后 记 / 161

第一章

中国资本市场的变革历程

走过三十年光辉历程的中国资本市场，开启了新的征程。回眸卅载，沪深两家交易所的正式成立、股权分置改革和注册制改革的推行等丰碑尤在。展望未来，构建新的国际金融中心的目标也已渐行渐近。而通过树立正确的监管理念，将资本市场的改革措施真正落向实处，也将助推未来市场变革历程持续向好。

▶ 中国资本市场三十年：三座丰碑与一个目标

沪深交易所成立并运行已有30年时间，中国资本市场成绩卓著。从几十亿市值到八十万亿市值，从13家上市公司到现在超过4000家上市公司，开户人数从原来几十万到现在的近2亿，中国资本市场为中国经济发展提供了强大动能，金融资产和社会财富得到快速增长。更为重要的是，资本市场通过上市公司让企业知道遵循法定义务的重要性，让社会明白透明度多么重要。

资本市场的基石是透明度，现代社会文明秩序的基石也是透明度，缺乏透明度的社会很难做到公平和正义。资本市场让我们切身体会到透明度的重要性，透明度是实现资本市场公平公正的前提和基础。“三公”原则中为什么将公开性在最前面，是因为透明度是基石，是前提。这种观念和认识对中国社会的改革非常重要。在没有资本市场之前或在资本市场发展初期，我们对透明度的理解非常缺乏。企业在未上市之前，有几套账，对税务是一套，对股东是一套，管理层

还有一套。上市之后，企业的财务数据必须真实透明，而是必须是唯一的，这是重要的行为规范。秩序混乱的重要根源来自于信息不透明，信息如果透明，市场就会有序地运行。市场有时候为什么混乱，就是因为信息不透明，规则不一致，有一套对他人的规则，还有一套对自己的规则，几套规则在运行，几种信息同时存在，市场当然混乱，大家不知道何种信息是真实信息。资本市场需要真实信息，需要充分披露信息。

三十年来，资本市场发展对中国社会的进步和经济发展产生了全面而深刻的影响，我们不能仅用融资规模来衡量其作用，那只是非常小的侧面。三十年中国资本市场历经坎坷，进行了艰苦探索。在三十年中国资本市场发展和改革中，有三件大事应当铭记，三十年，三座丰碑。

一、第一座丰碑——沪深交易所的设立开启了中国资本市场发展路

1990年底沪深交易所的设立与运行，是中国资本市场发展历史中的第一座丰碑，是开天辟地的大事。今天可以看到它的意义多么重大，但当时看不清楚。当时的国际环境很恶劣，经济遇到空前的困难。企业要发展，最缺的是

资金。当时金融资源非常稀缺，只有向社会募集资金一种方式，所以发行了股票筹资，发行股票后就要交易，沪深交易所应运而生。从今天看，沪深交易所的设立，开启了中国资本市场发展之路。用学界术语说，交易所的出现开启了金融脱媒的新时代。没有资本市场之前，企业通过金融中介和商业银行来融资，融资活动主要通过商业银行来完成。商业银行是相对古老的金融业态，但在功能上有重大缺欠：功能单一，嫌贫爱富。你兴旺发达时，所有银行都给你授信，你若有一些风险，所有的银行可能都会封你的账。很多企业都希望通过市场融资，因为市场融资可以对资金进行长期配置，不会因为经济周期的变化而变化。企业在发展过程中总会有起伏，没有一家企业永远是持续稳步上升的。当你有起伏时，最大的压力主要来自于商业银行，所以，企业希望通过市场来完成融资活动。我们把这样的过程称之为金融脱媒。资本市场生生不息的发展，其实质是脱媒的结果。

随着人们收入水平的提高，消费之后的剩余收入有越来越强烈的投资倾向。市场不发达时，金融资产种类较少，人们一般将剩余收入存入银行，通过储蓄存款来防范未来的不确定性。随着收入水平的提高，人们发现储蓄存款的收益越来越低，这种收益实际上是对近期消费的补偿，不是投资性

收益，这种收益与经济增长没有关系。所以，社会必须要创造一种机制，让越来越富裕的人群有投资的机会，资本市场顺应了这种要求。当然，中国资本市场不是基于这个目的产生的，而是在解决企业融资难的现实问题上产生的。随着经济市场化程度的提高和居民收入的增长，要求提供多样化的金融组合资产的需求越来越强烈。

沪深交易所建立的初衷是融资，所以，在中国资本市场发展的相当长时期中，都把资本市场定位于融资的市场或企业融资的平台，这种定位持续了二十多年。这种初始的认识误区客观上造成了中国资本市场存在基因上的缺欠，不重视财富管理，不重视企业选择标准的市场化，不重视企业成长性的选择标准。基于这种认知和功能定位，从沪深交易所建立之初到2000年之前，亦即1999年证券法产生之前，中国资本市场股票发行实行的都是额度基础上的行政审批制，企业分到额度就可以发行股票并上市，几乎没有什么市场标准。企业上市几年后就ST，并购两三次这个公司就要退市了。并购的初始目的是为了企业更好地成长，企业市值不断提升，但在那个时代，中国资本市场上的并购，成为了掏空上市公司的重要手段，这一定位的差异导致出现了一系列问题。在相当长时期里，中国资本市场都是在混沌的环境下运行，各种违法违规行行为频发，欺诈发行非常疯狂，人们都在

着迷于造假，有些上市公司几乎所有的财务数据都是人为造出来的。在这样的环境中，资本市场怎么会有发展？这样的市场几乎成了掠夺投资者财富的市场，这样的市场是注定搞不好的。

二、第二座丰碑——股权分置改革开启了中国资本市场制度规范的时代

受20世纪90年代初社会环境和人们认知的影响，上市公司设置了两类股东：发起人股东、控股股东或实际控制人股东，这些股份是不能流通的，在制度上人为地使股权处在分置状态。在不能流通的股份中，国有股占到70%。股权分置是中国资本市场基因缺陷的重要表现形式之一。在股权分置时代，两类股东的利益诉求有重要差别，但是，把控上市公司的控制股东绝大多数都是非流通股股东，他们的重要诉求是想尽各种办法通过高溢价发行，增厚净资产价值。在过去相当长时期里，中国几乎没有好的上市公司，一个重要原因就在于利益机制存在严重缺陷。就像一条船上有两类人，把舵的不想前行，总想在原地打转，利润增长多少、资产价格多少与他们的利益没有关系。对流通股股东来说，利润增长了，股票的流通溢价就有了，但把舵的是控股股东，即非

流通股股东，没有市场利益驱使，船永远在原地转悠，没有前行的动力和方向。所以，那个年代，几乎没有好的上市公司是有必然性的。因为非流通股股东、控股股东没有激励机制。经济的活力主要来自于两个重要因素：一是竞争，有竞争才有压力，垄断肯定没有活力。二是激励，没有激励就没有积极性，就没有前行的动力。经济活动中的人都是有利益诉求的，我们可以提倡奉献，奉献是很高的境界，这是对个别的先锋人物的要求，但99%的人的积极性是要有激励机制的，有激励才会有积极性。一个社会不能只讲监督而不讲激励，那是不行的。现在踩刹车的人很多，踩油门的人越来越少，社会要发展，发展靠激励。

时间到了21世纪。进入新千年时代，学界已经认识到中国经济的蓬勃发展并没有带来资本市场的成长，市值不过三万亿人民币左右。1990年到2005年，中国经济有了巨大发展，特别在2001年中国加入WTO后，经济更是以前所未有的速度在增长，但是中国资本市场却长时间停滞不前。为什么会产生这种严重背离的情况？制度和机制有问题，股权分置的制度设计有问题。这个问题是从娘胎里带出来的，是一种基因式特征，后天要改变非常艰难，要花巨大的改革成本。怎么改？股权分置改革摆在我们面前。

如前所述，三十年前沪深两个交易所的成立是中国资