稳定发展股票交易市场*

只有在确立市场体系，企业只从属于竞争的权威的条件下，才能说企业被赋予最基本的自主权——进出市场和自主定价的权利，也才使企业能够摆脱行政干预，成为真正独立的法人组织。在没有起码的商品市场和要素市场，没有这些市场上的平等竞争的条件下，国有大中企业的经理和厂长不得不用大量的精力从事拉关系、走后门和进行永无休止的对上谈判。他们经营成果的大小，在很大程度上取决于他们通过这类活动所取得的优惠条件，而不取决于本身的经营努力。只有把市场体系初步建立起来，这些大中企业的骨干作用方可得到发挥，它们的经理和厂长的经营才能有用武之地，企业的经济效益的提高才能与国民经济整体效益的提高协调并进。

继续稳定发展金融市场，推动直接融资。直接融资不仅具有降低筹资成本，提供多种选择，加大资金横向流动，有利于形成明确所有权等等优良特征，而且对于传统金融

* 摘自吴敬琏等：《经济体制中期（1988—1995年）改革规划纲要》（1988年），见吴敬琏、刘吉瑞：《论竞争性市场体制》，中国财政经济出版社 1991 年版，第303～352页

需要全本请访问 www.ertongbook.com

机构扫除官气，间接融资健康发展等都具有重要意义。在全国主要大城市建立证券交易所，经中央银行批准的企业可发行股票和债券，并上市交易，开辟国家市场，逐步形成灵活的制度。

在长期资金市场上，由于多种金融机构的出现和增加，交易机构和技术、设施的完善，证券交易规模和范围得以迅速扩大。进入股票交易市场的将主要是养老金基金会、投资公司、保险公司,以及企业和企业集团、公共持股机构,参与债券买卖的将是各类银行和金融机构、企业、居民。所有这些证券买卖都必须在证券交易所进行，由登记注册的专业证券公司或经纪公司代理经营，政府主管机关必须严格审核这些交易机构的信誉和素质，建立对证券发行的资信审查、价值评估的严密制度。政府管理逐渐从直接转变为间接，交易所最后成为从事证券交易业务的金融机构的联合自治体。

谈谈“投机”*

经济学所说的‘投机”,按照《新帕尔格雷夫经济学大辞典》提供的定义,是指这样一种经济行为,即不是为了使用,而是为了再出售(或再购买)而暂时购买(或出售)商品,以期从价格变化中获利。应当怎样看待经济活动中的投机行为,历来是一个很有争议的问题。传统的中国社会长期存在“君子不言利”的道德训条,社会主义经济学和道德观承袭了农业社会和早期社会主义的价值观,认为任何经商牟利活动都是卑劣低下的。像投机这类不付出辛勤劳动通过单纯买卖而获利的行为,自然是更不道德的。

显然,这种冬烘先生或教条主义者的陈旧观念在现代经济中已经完全过时。我们评价一种经济行为的善恶优劣,不应当首先从某些道德训条出发,而应当看这种行为对社会生产所起的作用。

投机活动在市场经济中有它不可或缺的功能,这就是有助于实现市场均衡,从而达到资源的优化配置,因此对于投机活动决不能一概加以否定。投机活动的积极功能在两

* 本文写于 1993年 7月,载《半月谈》杂志 1993年第 15 期,该刊发表时有删节。

种市场即证券市场和期货市场上表现得十分明显。现在我们以期货市场为例说明投机活动所起的作用：

期货市场，即买卖期货标准合同的市场，是由工商业者避免经营风险的需要而产生的。假定一家生产电视机的公司 A 与另一家企业 B 签订了一笔 A 向 B 出口 1 万台彩电的合同。6 个月以后，当这批彩电生产出来，运交对方并验收合格以后，A 公司就可收到 200 万美元的货款。但是，即使一切进行顺利，A 公司也可能由于某种自身难于控制的原因而不能盈利。比如说，因为在这 6 个月期间美元汇价大幅度贬值，A 公司就会遭受重大损失。这样在美元汇率变动频繁而没有避险机制的情况下，A 公司很可能因为所冒的风险太大而无法进行这笔交易。可是，如果有美元期货市场，A 公司就可以在该市场作一笔与彩电货价数额相同、方向相反的交易，售出 200 万元 6 个月后交割的美元期货合同。这样，它就把美元价格锁定在当前期货市场的价格上，而把美元贬值的风险连同可能由美元升值带来的利润转到了购买这一合同的买者身上。这种做法，叫做通过期货交易"套期保值"。有了这套机制，作为工业企业的 A 公司就可以专注于电视机的生产，而不必提心吊胆害怕美元贬值了。那么，刚才讲的交易中的买者是谁呢？有可能是另一些需要从另一方向上套期保值的人，例如外贸进口商。但是，一则买进的数量和卖出的数量经常是不相等的，二则希望利用期货买卖套期保值的人们通常专注于自己的工商业经营活动而缺乏掌握足够信息以便做出市场价格预测的能力，于是承担风险的职能就落到了投机者身上。投机者在谋求风险利润的动机的驱动下，努力收集有关未来供求

和价格的信息，根据对这种信息的分析决定是购进还是抛出，既使期货价格更准确地反映未来的供求，又为工商业者分担了经营风险。所以，投机者的这种投机活动对于发现未来的价格、分散工商业的经营风险，有不可替代的作用。

那么是不是说，在市场经济中任何投机活动都有利无弊，投机活动越多越好呢？现在有一种说法，叫做“市场经济就是投机经济”，或者“中国投机太少，要大力发展投机”。我觉得从经济学的观点看，这些说法是不太妥当的。

刚才已经说过，投机活动在与投资和其他经济活动正确结合、交互作用的条件下，有它的积极作用。但是，投机的过度发展却是弊大于利的。特别是如果投机活动在市场上占了支配地位的时候，它就变成绝对有害的了。这种情况，在一般商品市场上较少发生，而在金融市场、房地产市场和期货市场上则很容易出现。

投机活动的消极作用产生的根源在于，上述这类市场是一种充满不确定性的所谓“不完全市场”。在这种市场上，价格的高低在很大程度上取决于买者和卖者对于未来价格的预期。而且，不论是价格高涨还是价格低走，这种预期有一种“自我维持”或“自我实现”的性质。这就是说，当一种商品（不论是实物商品还是金融商品）价格发生波动时，价格越是上涨，就有越多的人由于有价格上涨的预期而入市抢购，而抢购又会使价格进一步上涨的预期增强。反过来，当价格下落时，又会出现下行的正反馈振荡。

早在 17～18 世纪的市场经济早期的阶段，西欧各国就先后发生过好几次投机狂潮，如荷兰的“郁金香狂热”（1636 年）、法国的“约翰·劳金融诈骗事件（或称密西西比泡

需要全本请访问 www.ertongbook.com

沫）”（1719～1720 年）和英国的“南海泡沫”（1719～1720 年）等等。在狂潮初起时，由于自发形成的或有人操纵“造市”形成的预期，商品或股票行情看涨，人们纷纷抢购，抢购推动价格的进一步上涨，价格上扬又进一步吸引更多的人抢购，于是形成了从“南海事件”得到命名的“气泡”（bubble）现象。所谓气泡现象，简单地说，就是一种资产或一系列资产的价格陡然上升，开始的价格上升使人们产生了它还要进一步上涨的预期，于是又吸引了新的买主。这些买主对资产本身的使用或产生盈利的能力并不关心，而只是想通过炒买炒卖赚取差价。他们的入市抢购，使价格进一步上升。这种正反馈放大效应的反复进行，使股票的市价完全脱离了它的基础而飞腾。这时，市场上资产的价格总量急剧膨胀，但其中的物质内容却很稀薄，装的全是空气。当价格涨到巅峰无力再涨时，就会发生预期的逆转，接着就是价格的暴跌，最后以金融危机告终。在气泡吹胀的过程中，许多投机炒卖活动的参加者大发横财，在短时间内成了百万富翁。但是，气泡毕竟是气泡，物质财富并没有随着它的吹胀而增长，因而总有一天会破灭。当气泡破灭时，价格和预期之间出现下行的正反馈循环，价格陡降，出现“崩盘”，许多在高价位上吃进的投机者就会被“套牢”，甚至破产。

以上讲的是局部性的商品投机狂潮造成的后果。如果整个经济领域为投机所左右，就会使经济气泡化，成为“泡沫经济”（bubble economy）。而泡沫经济的不可避免的破灭，会使社会经济受到极大的冲击。例如，20 世纪 20 年代在美国出现了股市的空前繁荣，被称作“吼叫的 20 年代”。按照萨缪尔逊的论述，当时家庭主妇、课余时间的大学生、

火车乘务员都在炒股票。在公司股票每天可能上升 10% 的情况下，人们尽可以用年利百分之几十的高利息从银行得到贷款入市抢购。这样，气泡就吹起来了。可是好景不长，1929 年 10 月股市突然崩盘,到年底,股价下降 1/3 ,到 1932 年，只有最高价位时的 1/6。著名的美国钢铁公司股价从 1929 年最高点的 261 美元降到 1932 年的 21 美元,声誉较差公司的股票就更变得一文不值。它宣告了 1929 年的资本主义世界性大危机的开始。虽然在罗斯福“新政”的影响下股市从 1933 年开始复苏，但是道-琼斯工业股票指数一直到 1955 年才恢复到 1929 年的水平。在 80 年代后期的日本,由于中央银行在 1985 年末日元升位以后为支持景气采取了膨胀性的货币政策，大量股资的涌入促进了股票和房地产投机狂潮和泡沫经济的形成。1989 年因土地、股票升值带来的名义资产增加为 485 万亿日元，超过了当年的国民生产总值(406 万亿日元）。可是好景不长,1990 年股市开始下跌,1992 年 8 月 18 日日经股价指数继连续跌破 2 万点 1.5 万点大关之后,又跌至 1.4 万点,超过 1929 年日本股市狂泻的纪录,股票市价总值由 600 万亿日元骤降至 270 万亿日元。泡沫经济的破灭，导致日本战后最严重的经济衰退，至今没有复苏的明显迹象。

有的人认为，过度投机虽然有消极的后果，但在经济发展的初期，由于它能把经济“炒”热，并使相当一部分人发财,因而有促进‘原始积累’的作用。其实,单纯投机并不能起到这样的作用。我们已经说过，投机在同投资、套期保值的活动结合在一起时，能够起到稳定经济和实现均衡的好作用，但单就投机本身而言，它并没有增加社会财富，只不

过和赌博一样,是一种钞票搬家的“零和博弈”。从总体说,赢家所得只不过是输家所失,社会财富并没有因之而有任何增加。

在我国改革的早期阶段,就陆续地发生过局部性的“疯狂的君子兰”“炒卖邮票狂热”一类气泡现象。虽然这类风潮波及的范围不大,但是也因为在气泡起落中少数人暴富和多数人上当造成某些经济和社会问题。如果在更大的范围内出现这类风潮,就会造成很大的损失。

投机活动之所以会造成这类问题,不仅是由于投机市场是前面讲到过的不完全市场,还由于这类市场上买方和卖方掌握的信息的非对称性。一般说来,有经济实力、能够对市场状态造成影响的大户和有条件比别人掌握更多信息的“内线人物”容易成为赢家,而缺乏信息的小户则往往是输家。于是,在法制不健全或监管不严的情况下,大户就可以联手操纵市场,某些内线人物也可以利用自己掌握的内部信息损人利己,发财致富。

为了克服证券市场这方面的缺陷,在成熟的市场经济中,金融当局无不对市场交易进行严格的监管。在我国,证券市场刚刚建立,为了保证它的健康发展,应当做到:1. 改善信息机制,使入市者有可能掌握更多的信息和防止虚假信息的传播;2. 建立明确的市场规则,加强政府对市场的规制,严格禁止“内幕交易”,惩办欺诈作弊的行为;3. 对货币总量进行宏观控制,防止货币过量供应和气泡的出现。

近年来,由于我国市场经济的若干基础设施建设如合乎国际规范的股份有限公司的建立、企业化经营的商业银行体系的形成、市场规则的制定等改革的迟滞,在相对超前

发展起来的证券市场、房地产市场和期货市场上，投机盛行。加之金融部门在一段时间里执行了扩张性的货币政策，由此造成了股份经济泡沫化的消极后果：股价完全脱离了它们的实际价值而直线上升，并一再出现大幅度波动。在这种极不正常的市场上，投机往往能获得年利率 50%、100%甚至更高的惊人回报。这样，就使投机具有极大的吸引力，把巨额社会资本引向投机活动。另一方面，由于相对于从事投机活动的机会成本过高，又使工商业资本严重短缺，妨碍实质经济（即与物质生产部门直接相关的部门）的发展，而将各行各业的各类人员都吸引到投机活动上去，败坏了社会风气，滋长了腐败行为。更不用说泡沫经济所造成的虚假繁荣是迟早要破灭的，气泡吹得越大，破灭时对国民经济和整个社会造成的冲击也越大。

由于以上所说这一切，我认为不应当盲目地、片面地鼓吹投机的经济功能和积极作用。恰恰相反，鉴于我国目前市场的状况，我们应当着力于市场制度的基础设施建设，尽快建立市场经济的基本的组织制度、基本的法律和规章以及保障市场平稳运行所必需的支持系统。同时，要把证券市场建立在健康的市场活动的基础上，并把投机活动约束在一定范围内。同时要对居民进行市场经济基础知识的教育,使他们懂得,证券市场、房地产市场、期货市场等市场交易是有风险的，需要慎重决策、谨慎行事，否则难以避免大的损失。

平稳地放掉泡沫中的空气*

在金融形势上，现在面临的泡沫经济问题必须注意。按西方经济学比较新的观点来讲，越是高级的市场像证券市场，它的信息的不对称性、不完全性，比起一般商品市场更加厉害。股价可以脱离企业经营状况，不反映企业的盈利能力，股市表现出很强的投机性。当然，投机并不绝对是坏事。但是，如果纯粹的投机，加上大户操纵，弊病就比较大。我们现在合格的股份公司少，供给不足，需求很大，信息又不透明，使股价涨得很快。再加上扩张性的货币政策，游资很多，就会出现股价上升的正反馈循环，于是泡沫就吹起来了。

从国外经验看，泡沫经济的危害是很大的。虽然现在中国的泡沫经济还是局部性的，但如果发展成全局性的，一旦破裂，对我们这样的发展中国家就更容易伤元气，所以必须及时加以处理。要趁现在气泡还不太大，把气泡里的空气缓缓放掉。不过平稳地放掉气泡中的空气是一件难度很大的事情，必须随着现在宏观调控的加强和金融改革的深

* 本文是作者接受《中华工商时报》记者胡舒立采访时的谈话，记者写的访问记载该报 1993 年 7 月 9 日。

化逐步做起来。一方面从股市的供给着眼，首先要花大力气建立一批合乎国际规范的股份公司，增加绩优股的比重；第二是坚决执行新会计制度，使公司的盈亏情况得到真实的反映；第三是公司只要合乎条件，就批准上市。另外一方面是控制需求。现在正在采取的加强宏观调控的措施，包括清理中央银行办的证券公司，把银行贷款的实际利率提高到正利率的水平，还有清理违规贷款，清理银行的呆账、烂账等，这些对于股市正常化都会有积极作用。

需要全本请访问 www.ertongbook.com

规范的公司化改制是证券市场健康发展的基础*

股份有限公司的股票是可以自由转让的，因此，既然存在一定数量的股份有限公司，就会有股票流通市场（二级市场）。股票市场的基本作用，是通过股票转让和股价变动，实现资本的优化重组，同时对公司经营作出评价和对经营者进行监督。股票流通有不同的形式，既可以通过证券交易所，也可以是各种场外交易(over counter trading)。

对于股票市场是否一定能够实现前面所讲到的功能，从来是有不同看法的。正像当代微观经济学所指出的，股市是一个不确定性很大的不完全市场，它的价格往往由人们的心理预期决定，而不能够实现有帕累托效率的均衡。而且,这种预期有一种‘自我维持’或‘自我实现’的性质,即一种商品价格越上涨，就有越多的人由于有上涨的预期而入市抢购，而抢购又会使价格进一步上涨和预期增强，反之亦然。因此，证券市场和房地产市场、期货市场等不确定性很大的市场一样，很容易出现由投机炒作引起的价格暴涨

* 摘自吴敬琏等《大中型企业改革：建立现代企业制度》，天津人民出版社1993年版,第 240～244 页。

现象。当投机活动在市场上占了支配地位的时候，就会形成“气泡”(bubbles)现象。“泡沫经济”(bubble economy)沿着价格上扬—狂热投机—诡计诈骗—急剧崩盘这样的轨迹运动，对经济造成很大的冲击，并导致一些人的破产。1929年美国股市的大崩溃，到1933年才开始复苏，而道-琼斯股票指数一直到1955年才恢复到1929年的水平。日本80年代的“泡沫经济”在90年代初破灭后，经济陷入战后最严重的衰退，至今仍然未见明显的复苏迹象。

在我国的“股份制试点”过程中，由于国有企业没有实现规范化的公司化改制，加之财会审计等制度不完善和证券交易法规不完备，使股票市场的发展失去了基础。另外，对股票市场的种种误解以及过松的货币政策，使得我国股票市场对企业经营的评价功能显得很弱，而其投机性却相当强。这种情况明显地从过高的股票换手率上表现出来。在世界各市场经济国家的证券市场上，各种股票的平均日换手率，一般不过千分之几，即在一个买主手中平均停留的时间为几年。而在我国的证券市场上，平均日换手率竟高达百分之几十，股票在一个买主手中的平均停留时间只有几天，这表明这个市场投机活动盛行，大部分甚至绝大部分入市者都是做“短线”买了就卖的投机者，而很少有做“长线”的投资者。

我国证券市场的过度投机性质，还可以从过高的市盈率(P/E Ratio)表现出来。所谓“市盈率”，是指股票市价与每股收益之比。一般说来，市盈率在20倍左右是正常的。80年代后期东京证券交易的市盈率达到40～50倍，当时就有人指出这表明日本股市的投机性过强。这种狂热投机后

来果然导致了“泡沫经济”破灭的冲击。我国股市的市盈率远远超出成熟股市的一般标准。以 1992 年 6 月为例,上海股市的平均市盈率为 200 倍左右，深圳股市为 60 倍左右，表现了强烈的投机色彩。这也说明，试图通过发展股票市场来带动国有企业公司化改制的想法是不切实际的。正确的做法应该是首先实现国有企业的“改制”，然后以此为基础逐步发展股票市场。

如何看待 1994 年初的股票市场*

现在有一种流行观点，认为当前我国出现了“股市低迷”状态，为了保护股市这一改革的成果，政府应当出面救市①。在我看来，这种主张是不正确的。首先，判断股价是高还是低，不能以现在的价格比过去是低了还是高了为准，而应当有一个客观的标准。依我看，这个标准就是市盈率（P/E Ratio，在中国港台地区称为“本益比”）。在西方国家，市盈率到了 20 倍，股价就会被认为很高了。目前股价虽然

* 本文是作者 1994 年 3 月 25 日在广东省经济学家企业家联谊会上的讲话摘录。有关报道载《南方经济》杂志 1994 年第 6 期。

① 自 1993 年 2 月沪深股市从畸高价位下降之后，萧灼基先生便频频著文和对报刊记者发表谈话，要求政府用限制股票供给扩容，特别是用动员各种资金入市的办法，“以促使中国股市走出低迷的泥潭”，“重现辉煌”。据萧先生说，“中国股市长期低迷的困境”主要是由一系列“政策性因素造成的”，其中包括“股票供给扩容过量，议论国家股和法人股上市流通给股市造成了压力，传言股票交易所得税可能开征也对股市造成了压力，社会舆论对股市指责多鼓励少，特别是管理当局对一级市场与二级市场接轨、投机炒作转化为长期投资，以及对股票市场的规范化“操之过急”。他屡屡呼吁由政府采取以下政策措施救市和托市：限制上市公司的数量和规模，明确宣布国有股和法人股在条件成熟前不上市，鼓励机构入市，允许国有企业从事二级市场活动，开展有价证券抵押业务，允许企业自主使用银行贷款，允许商业性金融机构以部分自有资金参加股市活动，允许外国和境外投资者参加 A 股市场交易，鼓励公众投资股市，方便股民交易，等等。〔见《中国股市“困境”与出路——著名经济学家萧灼基教授访谈录》（《首都经济》1994 年第 3 期）以及同一作者 1993 年 6 月～1994 年 4 月间的其他论著。〕

较之过去有所下降，但市盈率仍然偏高，上海证券交易所的市盈率在 40 倍左右，深圳证券交易所的市盈率在 30 倍左右。怎么能叫股价“过低”?同时,股市的“冷”与“热”,其标志在于换手率的高低。国外股市平均换手率是几年一次，上海股市的换手率是 4 天一次。这样大的交易量，又怎能叫“低迷”?事实上,像我国股市前两年那样高的股价、那样高的换手率是不正常的。既然不正常，当然需要调整。调整到正常价位的过程理所当然地不能叫做“股市低迷”。

当股价能够正确反映企业的盈利能力时,它的波动有两大作用：一是引导资源的流动重组，促进产业结构的合理调整。二是监督企业的高层经理人员,如果企业盈利差,股价大跌,公司就可能被人收购,收购方控股以后,就会改组董事会、撤掉总经理。但是,股价的正常波动是投资者与投机者一起工作的结果。如果股票价格完全脱离了企业的盈利能力,由投机炒作导致剧烈的涨落,就不可能对企业起监督和约束的作用。

我不赞成有人提出的停止“扩容”(新股上市)、不让法人股流通和 A、B 股并轨，而由政府“托市”的主张。因为这样“托”起来的股价是不能持久的。股价大起大落，只有利于极少数人“解套”和发财,而不利于广大股民。

为了促进股市的健康发展和保护普通股民的利益，传播媒介应当作正确的报道和引导。国外报刊的金融报道和股市分析，着重介绍企业的经营状况、技术后备、管理层变化等等，从而推测该企业未来的盈利能力。而充斥于我国金融报刊的，却尽是渲染短期炒作技巧的所谓“股经”。有些“股评家”等而下之,不过是某些大“炒家”的代言人,以某些不确切的“分析”误导一般股民。

股市出路在于加大“泡沫”里的物质浓度*

股票市场是经济学所说的“不完全市场”，很容易发生脱离股票的基础价值而大涨大落。广大投资者进入股市时对股市的这一特性应有充分的认识。在完全市场上，价格总是在供求均衡点附近摆动。一旦偏离了，就有一种力量把它拉回到均衡点。而股市这种不完全市场则不同。不完全市场的主要特征在于，它没有一个确定的均衡点，而是在一个面上到处都可以均衡。在这种市场上，只要有足够的货币注入，越涨越有人买，越买它就越涨；反之也一样。这就造成了证券的市值完全脱离它的实际价值而膨胀起来的“气泡”现象。如果“气泡”越吹越大，就成了“泡沫经济”。“气泡”总有一天要爆破，严重时则导致股市崩盘。

在股票市场上，当股价能正确地反映企业的未来盈利能力时，股价的波动可以引导资源的优化重组，并对经理人员形成有力的监督。例如某个企业经营不好时，它的股价就下降。反之，未来盈利能力强的企业股价会上升。投机

* 这是 1994 年 3月在蛇口一次讲话的摘录，记者彭宇文所作的报道载《中华工商时报》1994 年 4 月 11 日。

需要全本请访问 www.ertongbook.com