

后股权分置时代中国资本市场的发展与展望^{*}

中国证监会研究中心 祁斌

一. 中国资本市场的回顾

1. 近期我国资本市场的巨大变化

2006 年以来，资本市场出现许多积极的变化，一些基本的数据表明，中国资本市场在很多方面实现了巨大的飞跃。同时，市场上也发生了很多重要的事件，它们已经并将继续对中国资本市场的未来发展产生深远的影响。

2006 年，中国资本市场的市值上了一个很大的台阶，从年初的三万多亿，变成年底的八、九万亿，从原来的新兴市场第三位变成了新兴市场第一；同时，资本市场的融资和资源配置功能得到恢复，不仅中国银行、工商银行这样的超级航母的顺利发行使中国资本市场进入了蓝筹时代，还因为“A+H”模式的成功试点而开启了海外蓝筹股的回归路程，全年融资额超过 2800 亿元；证券公司得到了全面的清理和整顿；机构投资者特别是证券投资基金实现了跨越式的发展。到目前，基金、证券公司、保险等机构持股市值占流通市值的 30%多。资本市场的上市公司结构和投资者结构都日趋合理。

市场数据的直观变化固然可喜，但更为重要的是，资本市场在这一年对中国的经济和社会产生了重要的影响，并成为全社会关注的焦点。人们对资本市场悲观失望的情绪开始转变，投资者的信心得以恢复和建立。中国社会开始重新认识和审视资本市场的功能和作用。

^{*} 本文根据作者相关发言和访谈整理而成。

研究表明，中国资本市场具有广阔的发展空间。2006年中国资本市场的巨大变化，不仅使得中国社会的各个层面感受到了资本市场发展给经济带来的巨大活力，也向全球的投资者昭示了中国资本市场发展的巨大潜力。

2. 资本市场的主要改革措施

中国资本市场经过十几年的发展，在很多方面取得了巨大的成就，走过了一些发达市场几十年，甚至是上百年的道路。

中国的资本市场大致可以定性为“新兴加转轨”的市场。世界上的新兴市场发展均不如人意，转轨经济国家中资本市场的发展也举步维艰。我国的资本市场尽管还存在着很多差强人意的地方，但是，经过十几年的发展，在政府和市场的共同推动下，我们在法律制度、交易规则、监管体系等各个方面，建立起一个基本上与国际标准相符合的资本市场，这应该是一个比较基本的结论。可以说，改革开放以来，我国经济逐渐从计划体制向市场体制转型，资本市场的出现和发展是其中最为重要的成就之一。实践证明，资本市场在我国经济近十几年来的持续稳定发展中起到了重要的推动作用，这种推动作用在未来将更加显著。

近年来，我国资本市场上发生了一些重要的制度变革，主要包括五个方面：首先是股权分置改革纠正了扭曲的市场机制，中国资本市场从此在基础层面上和国际市场相比没有本质的差别；二是发行体制改革的深化，使市场从原来接受不了新股发行，到中行、工行等大盘蓝筹股成功上市。而我们知道，如果一个市场接受不了蓝筹股，那么

这个市场是没有发展前途的。第三，大规模的上市公司清欠工作，不仅优化了上市公司的运营状况，也强化了全社会以市场为导向的经济体制的建立，提升了投资者的信心。同时，上市公司激励机制的引入使得真正意义的现代企业治理成为可能。第四，机构投资者的发展延续了前几年市场化改革的思路，实现了巨大的飞跃。特别是在去年良性的市场环境下，专业理财、价值投资的理念体现出了巨大的优势，进一步确立了机构投资者的地位，这也是发达国家经过了几十年的历程才实现的发展。第五，证券行业经历了惨痛的教训，经过大规模的清理整顿，逐步走出了低谷，在新的市场环境下，迎来了良好的发展机遇。

这些重大基础性制度建设和改革的目的是使资本市场无论在制度设计还是运行模式上都更加符合市场规律，它们不仅引领了资本市场的深刻变化，也将对中国资本市场的未来发展继续产生深远的影响。

3. 资本市场的发展经验和规律

过去十几年中，资本市场的发展引领了我国经济社会中的许多变革，推动了现代企业管理制度，包括独立董事制度、法人治理结构、会计准则标准化等等，在中国经济社会的确立。也就是说，中国资本市场的发展，从开始的第一天起，就站在我国市场经济改革和发展的最前沿，而从资本市场发展过程中探索到的经验和规律，同样也能为我国经济改革的其他方面提供有益的借鉴。应该说，经过了十几年的坎坷历程，在证监会和市场人士的共同努力下，中国资本市场的发展

摸索出了一些基本的经验和规律，其中最为重要的就是如何有效地推动市场化改革和正确定位政府和市场的关系。

回顾我国资本市场近年的发展历程，我们可以清晰地看到，与很多成熟市场漫长的自我演进发展模式不同，我国资本市场走过的道路有自己非常独特的地方。我国资本市场是由政府与市场共同推动，即一条政府自上而下推动的市场化改革与市场的自我演进相结合的道路，一些重要变革成功的关键也都是坚持了市场化的改革方向，并采取了政府与市场有机结合的方式循序渐进地推进。例如，从2002年开始的基金审核制度的市场化改革带来了基金业的逆势崛起，从2003年开始的询价制改革使得发行市场一扫阴霾，而股权分置改革成功的重要原因之一也是正确地处理了政府和市场的关系。

实践证明，立足于为国民经济服务，借鉴国际市场的经验和教训，结合我国经济和资本市场的现实情况，有序地推进市场化改革，充分调动各个市场参与主体的积极性，以共同实现市场发展的目标，不仅是过去数年我国资本市场的改革和发展得以顺利进行的根本原因，也是我们未来建设中国资本市场行之有效的方法，应该成为中国资本市场发展一个坚定不移的方向。

4. 我们离成熟的资本市场还有多远

一个成熟的资本市场应该具备比较完备的法律体系和市场化的发行体制；自律组织和金融机构的自我监督应该成为市场主要的约束力量；应该拥有强大的证券经营机构和资产管理公司；投资者应该具备良好的金融知识和风险意识；同时，一个成熟的资本市场应该是一

个国际性的市场，在国际资本市场体系中有足够的竞争力，等等。

回顾美国资本市场走向成熟的历程，可以帮助我们更好地了解一个成熟的资本市场应该具有怎样的内涵。在 1929 年美国股市危机之后，美国政府开始了自上而下的制度设计，建立法律法规框架，加强市场监管。此时，两个标志性的人物带领美国资本市场走向成熟：一个是美林证券的创始人梅里尔，他开启了对证券经纪业革命性的变革，率先倡导诚信为本和敬业精神，并使得“美林帝国”迅速在华尔街崛起；另一个是投资大师格雷厄姆，他率先提出价值投资的理念，这一理念如同阳光穿透云雾，使资本市场的投资得以回归其本源。从中我们可以看到，成熟市场至少有两个明显的标志：一是证券从业人员不仅应该具有优秀的专业素质，更为重要的是，他们应该具备良好的职业道德和敬业精神；二是市场主流的投资理念应该以上市公司基本面分析为核心来构筑。

经过十几年的发展，我国资本市场的发展取得了长足的进步。例如，监管力度的加大和机构投资者的崛起，使得市场主流的投资理念发生了重要的转变，取得了巨大的进步。但是，我们的市场在很多方面，离一个成熟的和有国际竞争力的市场还有相当大的差距。作为一个金融结构长期严重失衡的国家，我们要有“一万年太久，只争朝夕”的历史紧迫感，更大力度地推动市场化改革，以推动中国资本市场又好又快的发展。

二、中国资本市场的改革深化和制度性建设

1、 股权分置改革后的中国资本市场将面临新的挑战

股权分置改革及其他一系列市场化改革措施和基础性制度建设的稳步推进，为资本市场全方位改革营造了良好的市场环境，也为我国资本市场未来的持续发展奠定了坚实的制度基础。

我国资本市场在后股权分置时代将面临以下挑战：（1）市场化的趋势更加明显，资本市场的优胜劣汰机制及资源配置的功能将进一步强化；（2）法制化、规范化、制度化的特点将更加鲜明，资本市场的发展和创新将对法制建设及监管执法提出更高的要求；（3）国际竞争压力日益增加，改革和发展必须兼顾国际竞争视角。为应对这些日益紧迫的挑战，改革仍将是下一步中国资本市场增强活力和提高竞争力的主要推动力。无论是转变政府职能、完善市场化运作的基本制度，还是建立适合新形势需要的多层次的市场结构和立体化的监管体系，都将继续围绕着改革这一时代主题展开。

在新兴市场的发展过程中，政府往往会同时扮演推动者和监管者的双重角色，在某些历史阶段，政府作为市场发展推动者的任务甚至可能会更重一些。

实践证明，政府主动推动市场化改革是推动市场发展最为有效的方法。有人将这种理念比作为资本市场发展的“阳光”和“水”。政府的作用是创造出一个资本市场赖以发展的良好生态，为市场主体提供一个有阳光、雨露和水的园地，物竞天择，这样的园林才会健康。我们也可以将市场化的方向比作资本市场发展的“磁场”。监管者从总体上把握金融创新的风险，让市场主体自主创新，

同时为他们提供一个公平竞争的环境和氛围。无论是多层次市场体系的建设、金融产品的丰富，培育更为强健的证券机构等目标，都会自然地呈现，很多发展中的问题也能够迎刃而解。事实上，这也是真正符合科学发展观的资本市场的发展道路。同时，资本市场发展过程中政府与市场的关系可以折射出我国未来市场经济体系完善过程中政府职能如何定位和转型。

美国市场经过 200 多年发展到了今天，其间，它经历过市场完全依靠自由演进的发展模式所带来的过度振荡，也经历过危机之后政府对于资本市场的全面整顿和清理，走过了很多弯路，支付了昂贵的社会成本。作为一个新兴市场，我们应该充分发挥后发优势。在看到成熟市场走过的百年历程之后，怎样吸取它们的教训，少走弯路，怎样做出一个合理的制度设计，在市场和政府之间找到一个比较好的平衡，是我们应该思考的。

2、继续完善市场化运作的基本制度

随着市场化改革的进一步深化，资本市场至少会在四个方面呈现明显的发展。首先，发行体制的进一步改革会使融资体系更具国际竞争力，将不仅带来更多代表中国经济主体的大盘蓝筹企业上市，包括很多海外上市企业的回归，也将带来更多代表中国经济未来的层出不穷的创新型企业的上市，中国资本市场的规模将进一步扩大。其次，随着市场化进程的深入，更多的满足投资者不同需求的金融衍生产品、结构性产品、固定收益产品、资产证券化产品，将在资本市场上推陈出新，更多的服务于中国经济

成长的并购重组等金融业务将会大量涌现，同时，市场流动性和市场活力将不断增强。第三，证券经营机构将会呈现进一步发展和分化的趋势。随着业务创新和规模经济效益的发挥，资本市场必将出现“强者更强”的现象，金融机构分化的加剧将更加明显，那些管理水平高、创新能力强、风险控制措施完备、激励机制合理的机构，将能最大限度地分享资本市场发展的收益。第四，监管体系会更加市场化，资本市场的监管理念、监管模式、监管内容将不断改进。随着市场的发展，行业组织的自律以及市场参与主体本身的内部监督将越来越发挥重要作用，并逐步与监管机构的监管组成一个立体化、多层次的监管体系。

3、加快多层次资本市场建设

多层次资本市场建设将是未来中国资本市场的亮点之一。目前，随着中小企业板的壮大和中关村股份转让试点的逐步完善，我国多层次资本市场已初见雏形。中国资本市场将积极探索创业板的发展，使处于不同成长阶段的企业得到相应层次资本市场的服务与支持，同时大力推动与创业板市场相辅相成的本土风险投资产业的发展壮大。

从丰富多层次市场的角度来看，随着中国金融期货交易所的成立，中国的金融衍生品市场将扬帆启航，并将按照“高标准、稳起步”的原则稳妥推出。金融衍生品市场的出现，不仅可以大大丰富资本市场上的金融产品，也有助于机构投资者和企业利用复杂金融产品管理其投资和经营风险。同时，从资本市场的深度

和复杂性来说，它是资本市场发展历程上的一个新台阶，也是我国资本市场逐步走向成熟、与国际市场接轨的重要标志。

此外，可以预期，在 2007 年，公司债市场将借鉴股票发行体制改革的经验，加大市场化改革的力度，大力推动审核机制的市场化和透明化，建立健全以市场化为导向的发行审核体制。同时，要完善债券信用评级制度，推进债券交易制度创新，完善债券投资者结构，创造债券市场发展的外部环境，把资本市场的重要组成部分——债券市场加快发展起来。

三、中国资本市场的对外开放

1. 改革、开放与发展的辩证关系

改革、开放和发展是中国资本市场未来的三个主要命题，与中国改革开放以来二十多年的经济发展走的是同样的路径。

资本市场的改革主要是指市场化改革，指政府审批制度的简化和市场有效竞争格局的形成，改革为开放和发展创造了条件；开放则是引进一个外部的竞争变量，既是市场化改革的外向延伸，又能够成为深化改革的重要推动力；而没有改革和开放，中国资本市场就不可能实现又好又快的发展。三者相辅相成，辩证统一。

2. 中国资本市场的开放策略

随着资本市场转折性变化的出现，我国资本市场的国际竞争力和吸引力正在不断增强。在这样一个有利的发展形势和机遇下，我们在考虑对外开放战略和路径选择时较之以往更加从容，具有更多的条件和谈判力。中国资本市场对外开放将继续遵循积

极稳妥、循序渐进，兼收并蓄、为我所用，公平竞争、互利共赢的 24 字基本原则。讨论中国资本市场的对外开放，首先要将中国资本市场放在“未来若干年中，将中国资本市场建设成为世界资本市场体系的重要一极”的战略定位去考虑。

从宏观上，中国资本市场对外开放的政策取向，至少有三个层次战略目标的考虑，即本土金融机构的强大、本土资本市场的强大以及实体经济的强大。而构筑对外开放的路径要以“强大的本土资本市场”为主要的政策目标和政策导向，因为强大的本土资本市场必然会带来实体经济的壮大，而强大的资本市场和强大的实体经济中，也必然会产生强大的本土金融产业与金融机构。

在这方面，一些国家有着深刻的经验和教训。例如日本在上世纪八十年代中期错失了资本市场改革、开放和发展的机遇，不仅使其实体经济在受到冲击时缺乏弹性而一蹶不振，而且也使其本土金融产业和金融机构长期落后于国际第一水平。而同为亚洲国家的韩国，则在“亚洲金融危机”之后，有计划、有步骤地加大了金融改革和开放的力度，不仅带来了本土资本市场的繁荣，也带领韩国经济走出低谷，并造就了象三星电子一类的世界级高科技企业。

3. 把握好开放中的“度”和节奏

金融开放是一个高度复杂和敏感的问题。选择正确的开放路径，把握好开放的“度”和节奏，能够为我国资本市场的发展注入新的活力。反之，掌握不好开放的“度”和节奏，则会

带来不必要的冲击和损失。中国资本市场对外开放政策的制定和执行的关键，是处理好对内开放和对外开放的关系，即对内开放应当与对外开放并举，甚至更为重要，真正做到“以我为主、洋为中用”。

所谓对内开放，实际上就是前面提到的市场化改革，包括在产品和业务的准入、金融机构的激励机制等方面加快市场化进程。目前我国资本市场仍处于新兴加转轨阶段，计划经济的色彩虽然已逐渐减弱，但仍然不能完全适应资本市场未来发展的需要。因此，在对外开放的同时，如何加快“对内开放”在很大程度上将直接影响对外开放后外资机构进入我国资本市场对本土金融机构造成的冲击程度。

从捷克等东欧国家近几年的发展情况看，“对内开放”是对外开放的必要前提和条件。在对外开放的背景下，如果不能加快对内开放的进程，那么，可能会导致本土金融机构因为机制过于僵化、无法与国际机构有效竞争而被大面积淘汰，市场被外资机构垄断，本国金融产业和金融市场大幅衰退的情况。因此，合理匹配对内开放与对外开放的节奏及方式，优先进行对内开放，是降低对外开放可能给资本市场带来的“冲击成本”的最佳策略。

尤为重要的是，在主要依赖人力资本的金融服务业中，尽快优化激励机制（同时也是约束机制）是提升行业整体实力、增强本土金融机构面临外资竞争时的应对能力的重要举措。同

时，在业务和产品的市场化过程中，监管机构与市场主体明确定位、各司其职，建立有效的创新协调机制以分解创新的责任和风险至关重要。比如，英国金融服务局提出的监管机构与市场“合作”创新，即监管机构提出创新目标，金融机构具体承担风险并完成创新任务的做法就值得借鉴。

4. 如何衡量开放的利弊得失

衡量对外开放的利弊不能只从某个或某些金融机构的得失去分析，而要算“总帐”、看全局。衡量开放政策成功与否的标准应该是看它能否提升中国资本市场的整体竞争力和金融机构的整体业务水平。只有这样，才能真正保护并促进那些有实力、勇于创新本土金融机构在激烈的市场竞争环境中做大做强。

以近几年基金业的发展为例，虽然出现了众多合资公司，但经过市场竞争，本土基金公司不但没有被淘汰、被削弱。相反，目前基金业中规模最大、竞争力最强、业绩最好的公司中仍然是内资公司居多。事实上，正是因为合资基金公司带来的竞争压力，内资公司也大大加快了国际化的进程，真正实现了经济学上常说的“鲶鱼效应”。再如，QFII 制度刚刚设立的时候，社会上很多人甚至部分专家学者有不同看法。但经过近几年的发展，大家的观点逐渐改变，认识到 QFII 制度从总体上对我国资本市场的正面推动作用。

因此，衡量对外开放政策带来的利弊得失，应当以整个行

业乃至整个市场为着眼点和出发点，而不应过于计较某个合资公司的成功与否或因市场竞争加剧导致个别本土金融机构被淘汰带来的局部损失。

实践也证明，虽然很多外资在境外实力非常强大，但它们在建立合资公司或在中国市场运作的过程中远非一帆风顺。由于东西方文化的巨大差异，合资公司内部一般都要经过一段时间的磨合过程，这客观上形成了对本土机构的“保护期”。而中资机构在竞争环境中，只要敢于创新、机制合理，与国际运作接轨的速度并不一定慢于外资机构适应中国市场的速度。所以，深化市场化改革，引入更加合理的经营管理机制，允许更多的产品创新和业务创新，让中国本土机构和金融人才通过历练和竞争尽快地发展起来，是用好这个天然“保护期”的最佳办法。

而基金业开放的例子更是说明，无论是内资或外资，股权结构，甚至股东实力，并不是决定市场竞争胜负的关键因素，真正决定胜负的是机制和人才。事实证明，哪个机构有更加合理的激励机制、有更加优秀的“复合型”人才，就能在竞争中胜出。人才的“合资”远比股权的合资更为重要。

因此，我们讨论中国资本市场的改革、开放和发展，都应当围绕如何更好更快地培养本土的金融人才这个核心问题。华尔街在鼎盛时期金融专业人才不过 20 万人，伦敦金融城的专业人才也不过 10 万人。如果在今后的 10 到 15 年中，随着改

革和开放的深入，我们能够通过市场的竞争和筛选培养出 10 万 - 20 万既懂得国际运作、又懂得中国国情的“复合型”金融专业人士，我国资本市场必然会处在世界前列。而就勤奋程度、学习能力、数理基础等方面而言，中国在以人力资本为核心的世界金融产业的竞争中应该占有一席之地。

四、中国资本市场的展望

1. 流动性过剩对资本市场的影响

中国人民银行的数据表明，截止到 2006 年底，我国商业银行的存款总额达到 30 多万亿，也就是常说的流动性比较过剩。因此，从发展资本市场的角度来看，资金应该是不缺乏的。从国际资本的角度来看，在过去的十几年中，在对全球 FDI（外商直接投资）的竞争中，中国远远领先于印度。在过去几年中，包括 QFII 在内的国际投资界对中国市场始终看好。

世界历史上曾出现过一个非常有趣的“资本洼地”现象：十七世纪，大量国际资本涌入荷兰，荷兰崛起成为当时欧洲最强国；十八世纪，大量资本涌入英国，英国成为日不落帝国；十九世纪，欧洲资本大量涌入美国，美国成为世界第一强国。尽管国际资本的流向先导于一个国家经济的崛起，但是，只有资本是不够的，比资本更为重要的是有效的资本运作机制。十七世纪的荷兰崛起昙花一现，以“郁金香泡沫”匆匆收场。一个国家如果不能建立起一个健康、高效的资本市场体系，则无法有效地利用这些资本创造出强大的实体经济。在今天的世

界，资本市场的博弈，将直接影响到大国博弈的结果；资本市场的竞争力，已经成为新世纪大国博弈的战略制高点。

未来一段时间，国际国内流动性过剩的格局仍将延续。针对这一局面，抓住机遇，推进改革，完善机制，实现中国资本市场又快又好的发展，将中国资本市场建设成为具有第一流国际竞争力的市场，以有效地将国内资金和国际资本转化为强大的实体经济，无疑具有重要的战略意义。

2. 发展资本市场对中国经济的重要意义

中国经济在过去的二十多年中，取得了巨大的成就。进入二十一世纪的中国在面临重要发展机遇期的同时，也面临前所未有的困难和挑战。初级消费拉动的增长即将发展到一个相对饱和的阶段，内需不足、产业落后、经济附加值低等一系列问题将日益显现，迫切需要调整产业结构、发展经济附加值高的科技等产业、构筑自主创新经济体系，这客观上要求中国经济建立起一套可持续发展的机制。

从世界各国尤其是美国的经验来看，实现这一转型，强大的资本市场是这一套机制的核心。所以说，中国经济发展所面临的机遇和挑战，客观上对中国资本市场尽快强大起来提出了很高的要求。与此同时，一个深刻的反例是日本。日本经济经过一段时间的高速发展，从上世纪九十年代初陷入困境，一直到现在尚未完全走出阴影。反观日本的经济危机，与日本长期以来过分偏重间接融资、资本市场未能得到健康发展的政策有

着直接联系。经过多年反思，日本政府于近年明确提出由间接融资为主开始向直接融资为主方式转化，大力发展本国资本市场的战略方针。类似的情况在德国等国家也发生过。目前，中国经济在某些领域呈现出日、欧经济高速增长期的特点，居安思危，要保证中国经济的持续稳定发展需要提高资本市场的竞争力。

3. 中国资本市场的发展前景

首先，随着更多的市场化改革措施的出台，市场会出现更多的金融创新产品；而随着 A+H 模式的确立，也会有更多大盘蓝筹股的陆续“海归”，发行机制的进一步完善，将使得资本市场的规模迅速增大。

其次，从市场中长期的发展来看，中国资本市场将逐步踏上“从繁荣走向成熟”之旅，确切地说，随着各项机制的完善，中国资本市场将从近期的繁荣走向长期可持续发展。我们坚信，中国的资本市场具有广阔的前景，而这是由中国资本市场的“基本面”和明确的市场化改革方向决定的。

第三，可以预期，中国资本市场在中国经济中的重要地位将更加凸现。资本市场通过其资源配置机制的发挥，将成为促进经济结构调整和转型的重要平台。在中国资本市场这个平台上，创新型企业将实现对发达国家高科技领域的追赶，并购和重组等市场筛选机制将创造出真正意义上的世界级企业。而当资本市场变得非常强大的时候，中国大部分的金融资源将以市

场化方式进行配置，中国经济也会因而变得更加安全和富有弹性。

第四，随着经济的持续快速发展和资本市场的不断完善，我们可以预见，资本市场的财富效应也将逐步显现，为我国的养老和社会保障体系做出应有的贡献；同时，通过资源配置功能的发挥，资本市场还能够拉动落后地区的发展，促进技术的扩散和转移，并支援社会主义新农村的建设。资本市场通过其创造的公平竞争、共同致富的平台，将在中国和谐社会的建设中发挥不可替代的作用。