



吴敬琏： 十年纷纭话股市

吴敬琏著

上海远东出版社





前言

吴敬琏

2000年10月《财经》杂志发表《基金黑幕》一文后,公众表达了极大的关切和义愤,但揭开还是捂住黑幕的交锋还处于对峙之中,人们便期待着经济学家的声音。在这种情况下,我在10月29日接受了中央电视台《经济半小时》的采访,就围绕《基金黑幕》发生的争执发表了自己的看法^①。12月30日,作为中央电视台《对话》节目的嘉宾,在回答主持人和观众的提问时,我又重复了历年来对于股市的一些看法^②。这个节目于2001年1月13日播出。与此同时,1月12日我赴上海参加一个会议,在旅馆里接受了追踪而至的中央电视台《经济半小时》记者的采访,就记者提出的有关庄家操纵股市的问题作了回答。这一次访问的录像在1月14日播出^③。

也就在这个时候,证券监察机构早在2000年初开始的加强监管力度的举措逐步加紧。它先对基金派出了审查小组,又在2001年1月9日和10日宣布查处涉嫌操纵亿安科技和中科创业股价的案件。到了1月14~15日中央金融工作会议开幕前,政府领导人关于必须对触犯刑律者绳之以法的讲话的消息也在首都传开。于是,“庄家”们望风而逃,而股价则

① 吴敬琏《谈〈基金黑幕〉》,见本书第186~191页。

② 吴敬琏《感受吴敬琏》,见本书第209~222页。

③ 吴敬琏《评说“庄家”》,见本书第223~225页。



从1月15日起大幅连跌4天^①。这时,“吴敬琏一言毁市”的流言也在股市上传开^②。一时间,引来了无数评论和诘难。接着,颇有影响的《证券市场周刊》把我的观点概括为三条(1)“中国的股市是个大赌场”,(2)“全民炒股不是正常的现象”,(3)“市盈率过高”^③,并针对这三个问题刊出了“九问吴敬琏”的提纲^④。2月11日争论进一步升级,厉以宁、董辅弼、萧灼基、吴晓求、韩志国5位先生举行与记者的“恳谈会”。据会议的组织者说,“现在股市已经到了很危急的关头”^⑤,“如果这场论战的赢家最后是吴敬琏,那将是中国资本市场的一场灾难”,所以他们必须约见记者,“全面反击吴敬琏关于资本市场的种种言论”^⑥。此后,各种媒体纷至沓来,要求采访、写稿、会谈等等。由于我的日程安排上有大量教学以及有关国有企业改革、民营企业发展和高新技术产业成长的调查研究工作,分身乏术,无法一一作答,深感歉疚。考虑到对于有关股市的许多问题和诘难,非三言二语所能说得清楚,而其中大部分我已谈过多年,所以接受友人的建议,将近10余年关于股市的言论汇编成册,借以对读者和我的批评者作一个交代。

趁这些文章汇集出版的机会,我就近来提出的一些重点诘难作一概

① 对于这次股价下挫的原因,吴晓求先生倒是说得比较客观的:“这次下跌的直接导火索是中科创业及亿安科技事件,它导致了众多股民的恐惧心理;其次是获利回吐,2000年中国股市整体涨幅达到50%,居世界之首,适当的下跌也应视为正常;同时证监会近期一系列规范措施的出台,亦被不少人视为利空。”(《吴晓求访谈:“赌场论”是情绪化的说法》,载《21世纪经济报道》2001年2月12日)

② 对于“吴敬琏一言毁市”的说法,有些人说是不明底细的中小投资者的一种自发反应。也有人说是“想象力丰富的人的联想”加“某些人不留痕迹的导引”的结果(林海《是吴敬琏跟股民过不去,还是庄家跟吴敬琏过不去?》,载《中国青年报》2001年2月23日)。

③ 《股市的花样年华还有多远?》,载《证券市场周刊》2001年1月20日。

④ 《九问吴敬琏》,载《证券市场周刊》2001年2月8日。

⑤ 见《北京青年报》2001年2月14日。

⑥ 《韩志国访谈:如果吴老赢得论战 将是股市一场灾难》,载《21世纪经济报道》2001年2月12日。



括的说明。

1. 关于“全民炒股”

诤难：

《证券市场周刊》：“在发达国家，尤其是美国，家庭资产证券化达到了57%，而且近年来散户化的趋势很明显，与美国相比，中国人炒股只能说是刚刚上路。”^①

韩志国：“截止到2000年12月31日，我国沪深两市的投资者（包括机构投资者和个人投资者）……即使以5801万户计算，也仅占我国总人口的4.6%，与美国投资者人数占总人口的25%左右相比还相距甚远。其次，‘全民炒股’是形成社会化投资体系的一个有机组成部分。在我国目前的投资体系中，社会投资仍然偏低，因此，投资者人数不是多了，而是远远不够。第三，‘全民炒股’是培养人民群众金融意识的一个有效途径。人民群众的金融意识——投资意识、投机意识、利率意识、风险意识和信用意识的培育是改革深化与进步的一个突出表现。第四，‘全民炒股’是引导社会资源流向并且优化资源配置的重要条件。第五，‘全民炒股’是中国迎接经济全球化的必要实践。‘全民炒股’也是改革深化与社会进步的突出表现。”^②“可以试想一下，没有全民参与，国企解困的钱从哪里来。”^③

① 《股市的花样年华还有多远》，载《证券市场周刊》2001年1月20日。

② 《“全民炒股”正常不正常？》，载《中国青年报》2001年2月4日。

③ 《韩志国访谈：如果吴老赢得论战 将是股市一场灾难》，载《21世纪经济报道》2001年2月12日。



董辅初：“关于全民炒股，不知大家怎么看，我认为是好事。中国证券市场要发展，谁来投资？在机构投资者不多的情况下，就需要许多老百姓参与股市投资。我觉得现在还全民得不够，不算重复开户的才 5800 多万，而且真正的投资者还仅局限于大城市，中小城市很少，农民就更不炒股了。将来如果中小城市的人都有钱了，而且炒股容易了，更多地参与到证券市场，我们的证券市场肯定会有大的发展。”^①

萧灼基：“如果肯定资本市场的作用，除法律和政策规定的不能参加股市活动的人之外，我们就要为越来越多的人‘炒股’叫好。”^②

吴晓求：“全民炒股是正常行为，但我从不用‘炒’这个字，应当称作买卖。”^③“全民皆股容易引起决策层的反感，因为如果证券市场不创造财富，全民都在里面干什么呀。决策层显然要出台措施限制它。这是具有煽动性、干扰性的用词。”^④

“全民炒股”的问题是这样提出的 2000 年 12 月 30 日，在中央电视台《对话》节目录制现场，一位观众问“咱们国家现在全民炒股这种情况对国民生活将会带来什么影响？”我当时并没有掂量他所用的“全民”一词在数量上是否准确，因为“全民经商”、“全民打麻将”、“全民炒股”一类说法

① 《五位经济学家质疑吴敬琏 股市“托”声骤起》，载《财经时报》2001 年 2 月 13 日。

② 萧灼基《对我国资本市场若干重要问题的看法》，载《中国证券报》2001 年 2 月 12 日。

③ 《吴晓求访谈：“赌场论”是情绪化的说法》，载《21 世纪经济报道》2001 年 2 月 12 日。

④ 《五位经济学家质疑吴敬琏 股市“托”声骤起》，载《财经时报》2001 年 2 月 13 日。



早已成为街谈巷议甚至报刊书籍中的常用语,无非是用以形容参加人数之多。我只是针对在中国把买卖股票一概称为“炒股”这种现象说出了自己的感想。我的回答是:“资本市场要扩大,应该吸引越来越多的人进行直接投资,应该说是好的现象。但是全民‘炒股’讲的就不是投资了,我看不是正常的。”

我们都知道,入市者有“做长线”和“做短线”之分。所谓“炒股”,是指在短时期(在我国一般是指6个月以内)反复买卖股票,以便赚取差价。由此派生出另外一个词,叫做“炒作”,就是通过频繁的买卖,达到拉升股价的目的^①。对于把一切投资于股票的活动都叫做“炒股”,我历来是有不同意见的。例如我在2000年3月全国政协会议期间与记者谈话时就讲过,“买卖股票是一种投资行为,不应笼统称作‘炒股’。中国凡是买股票都叫做炒股票,外国没有这个说法。什么叫‘炒’股票?‘炒’是通过短时间内的频繁买卖博取差价,旧社会叫‘抢帽子’——抢价格的帽子。这意味着整个股票市场基本上成了一个投机场所,是搞炒作的。”^②当然一件事情怎么叫并不是最重要的。我之所以不赞成把一切股票买卖都化为“炒作”,是因为如果没有投资活动与之并行,单纯的炒作并不能使物质财富增加,如果大家都只是搞炒买炒卖,即使把股票价格“炒”上去了,入市者赢得的也只是纸上钱财;当热炒出来的气泡破灭时,多数人又会落得一场空,只有少数能够在崩盘前逃脱的炒家,才能靠套住别人发一笔横财。当然,炒家可以炒作变化无穷的“概念”,诸如炒作“利好政策”,炒作“高科技板块”,炒作“网络股”,炒作“重组题材”等等,促成股价飙升,用以吸引

① 看来董辅弼先生也是在这个意义上使用“炒股”一词的。他在为韩志国先生的《中国资本市场的制度缺陷》一书所作的序言中写道:“在我国证券市场进行着激烈的短期投机,也即通常说的炒买炒卖。”(见董辅弼《像对待新生婴儿那样爱护证券市场——序〈中国资本市场的制度缺陷〉》,载《中国证券报》2001年2月12日)。

② 吴敬琏《质疑“炒”股票》,见本书第168页。



大众跟风入市,实现“圈钱”的目标。但是,这于投资者的兴业发家和民族的富强康乐并无帮助。^①

用美国投资于股票的人数众多来证明中国炒股的人数并不多,有一个把买股票与炒股票混为一谈的概念混淆问题。谁都知道,美国股票持有人在总人口中的比重比中国大得多。可是,十分清楚的是,在美国,股票持有者大多数是所谓“做长线”的长期投资者(沃伦·巴菲特就是这种投资理念的代表),而只有少数是“做短线”的“炒股者”。一个股市上“炒股者”所占的比例可以从股票的换手率(turnover rate)反映出来。20世纪90年代美国纽约证券交易所的年平均换手率约在20%~50%之间,即股票2~5年转手一次^②。这就是说,绝大部分人是持有两年以上的投资者。即使到了格林斯潘所谓出现了“非理性狂躁”的1999年,也只有78%,即1.28年换手一次,也还是做一年以上“长线”的人占多数^③。而2000年我国沪深股市流通股的年平均换手率分别是499.10%和503.85%,即上市流通的每一张股票平均每年要转手5次以上,停留在每位购股人手中的平均时间不超过两个半月。

如果说有些先生用购股人数的多少来对我进行批评带有偷换概念的性质,另一些先生对“全民炒股”的维护,倒是具有实质含义的。早在1993~1994年关于股市是否“低迷”和政府应不应当托市的争论中,作为“正方”主要代表的萧灼基先生就曾明白无误地以“短期炒作”和“投机炒作”的保护者自居,坚定地反对管理当局“引导短期炒作转化为长期投资”的努力^④。由此来理解萧先生为什么“为越来越多的人‘炒股’叫好”,就更为

① 参见吴敬琏《互联网：要发展还是要泡沫》，见本书第172页。

② 陆向谦、李夏，《不要用行政手段干预股票市场》，见本书260页。

③ R.J.Shiller, *Irrational Exuberance* (《非理性的狂躁》), Princeton University Press.

④ 《中国股市：困境与出路——著名经济学家萧灼基教授访谈录》，载《首都经济》1994年第3期。



清楚了。

2. 关于“投机”、“零和博弈”和“赌场”

诤难：

董辅初：“在正常运行的证券市场中，投资与投机都是必不可少的。没有对证券的投资固然不会有证券市场，而没有投机也不会有证券市场，因为没有频繁的投机，就不会形成股票的合理价格，也不会有证券市场上价格引导资金的频繁流动，从而实现资源配置的优化。”^①“不能看到投机就反对证券市场，如果这样反对，中国的证券市场怎么发展？功能怎么发挥？”“把股票市场比喻成投机者的天堂，天堂有什么不好呢？如果很多人投机赚了钱是好事情。当然投机不是没有问题，在中国投机更盛，原因要历史地看待。”“证券市场与赌场不同，不是零和博弈。赌场如果不考虑抽头，你赢的钱就是我输的钱，你输的钱就是我赢的钱。另外从长远发展来看，证券市场的股票指数是往上走的，只要做长线投资，多数人是赚钱的。”^②

韩志国：“没有投机就没有市场，没有泡沫就没有市场，没有庄家也没有市场，我是国内第一个为投机叫好的人。萧灼基教授站出来支持我，他有句话，‘投资是失败的投机，投机是成功的投

① 董辅初《像对待新生婴儿那样爱护证券市场——序〈中国资本市场的制度缺陷〉》，载《中国证券报》2001年2月12日。

② 《五位经济学家质疑吴敬琏 股市“托”声骤起》，载《财经时报》2001年2月13日。



资’，非常精彩。巴菲特是公认的投资专家，但他错过了纳斯达克市场中 500% 利润的机会。当大的机会来临时，你没有抓住，能说你是成功的投资家吗？”^①“持零和游戏的观点，要么是不懂股市，要么就是别有用心。”

萧灼基：“股市不是赌场，不是零和游戏，是创造财富的重要途径。如果一般老百姓那样说说还可理解，但严肃的经济学家那样说就不够严肃，有损形象，令人遗憾。如果把股市当成赌市，难道赌市能创造财富吗？能给股民带来回报吗？如果股市就是赌市，那 5800 万股民就是赌徒，政府就是赌场老板，1200 多家上市公司发行的股票就是筹码，这怎么也说不过去。”^②

2001 年 1 月 14 日中央电视台《经济半小时》围绕中国证监会查处庄家操纵股价案做了一期专题节目。我在采访中讲道：“中国的股市从一开始就很不规范，如果这样发展下去，它就不可能成为投资者的一个良好的投资场所……股价畸形的高，所以，相当一部分股票没有了投资价值。从深层次看，股市上盛行的违规、违法活动，使投资者得不到回报，变成了一个投机的天堂。有的外国人说，中国的股市很像一个赌场，而且很不规范。赌场里面也有规矩，比如你不能看别人的牌。而我们这里呢，有些人可以看别人的牌，可以作弊，可以搞诈骗。做庄、炒作、操纵股价这种活动可以说是登峰造极。”“股市有这个特点，如果光靠炒作，不是靠回报的话，它是一种零和博弈，就是说钞票在不同人的口袋里搬家，并没有创造出新

^① 《韩志国访谈：如果吴老赢得论战 将是股市一场灾难》，载《21 世纪经济报道》2001 年 2 月 12 日。

^② 《五位经济学家质疑吴敬琏 股市“托”声骤起》，载《财经时报》2001 年 2 月 13 日。



的财富。”

上述言论表明,我并没有把“股市一般地定位为“赌场”和把整个股市活动说成是“零和博弈”的意思,更绝对推演不出我希望关掉股市的意图。我抨击的重点在于中国股市上违规违法盛行,就像一个有人可以看到别人的牌的赌场,这一点在我过去的文字中有更加系统的说明。

关于投机,我的观点和前面所引董辅礪教授关于投机在市场经济中的积极作用的观点惊人地相似。早在1993年7月的《谈谈“投机”》一文中,我就指出过:“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种市场即证券市场和期货市场上表现得十分明显。”^①在这种情况下,股市活动当然就是正和博弈,而不是零和博弈了。不过和董教授有些不同,我是把股市中的投机活动(“做短线”)和投资活动(“做长线”)区别开来的,所以我针对我国股市上弥漫着投机气氛、某些人利用这种情况而大发横财还做过这样的分析:“问题在于,投机活动 的有利的结果只有在一定的条件下才会发生,离开了这些条件,它就有可能成为弊大于利甚至绝对有害的东西。也就是说,只有当投机活动与投资等活动结合在一起,实现良性互动时,它对经济的作用才是积极的。单纯投机则并不能起到这样的作用。它的实质只不过和赌博一样,是钞票搬家、货币财富在不同主体之间再分配的一种‘零和博弈’。从总体上说,它并不能使社会福利增加,也就是说,赢家所得只会小于(因为有各种损耗)而决不会大于输家所失。所以,想要依靠投机使一个国家或全体参与者富起来,那纯粹是一种幻想。”^②

看来我对股市功能定位的设想的确与一些证券专家有原则的分歧。例如厉以宁教授曾经有一个“击鼓传‘花’”的传神比喻,为他心目中的股

① 吴敬琏《谈谈“投机”》,见本书第3~4页。

② 吴敬琏《我国证券市场的建设大计》,见本书第61~62页。



市定性。他说“股市是可能全赢可能全输,就像击鼓传花游戏,鼓声停了‘花’在谁手里谁就被套了,但是下一轮鼓声再起的时候你还有机会把‘花’传出去。”^①

近来的一些建立在数据基础上的研究成果显示了中国股市这种投机性强的特质 (1) 纽约证券交易所系统风险(不可分散化风险)占 1/4 左右,而非系统风险(可分散化风险)占 3/4 左右,上海证券交易所的投资风险结构与此“倒置”,系统风险占 2/3,非系统风险占 1/3 左右。这表明,中国的证券市场较之美国证券市场而言,具有更强的投机性,而投资性较弱;^② (2) 通过对 1885~1993 年道-琼斯工业指数和 1992~1998 年 7 月上证指数单日跌幅超过 7% 的次数统计比较看到,在超过 100 年的时间里,道-琼斯工业指数单日跌幅超过 7% 的日期只有 15 次,而上证指数 6 年之内就有 23 次,从分布上看,道-琼斯工业指数单日跌幅最大的日期集中分布在美国历史上两次最大的熊市期间,即 1929~1931 年期间和 1987 年期间。而上证指数单日跌幅最大的日期则分布于 1992~1998 年的各个年度之内;中国股市还有比美国股市更剧烈的单日振荡幅度。从股票市场价格强烈振荡性的特点得出的结论是:中国股票市场的市场风险明显高于美国股票市场,却不能为投资人提供高于美国股票市场的投资回报。^③

当然,我们这里对于一个市场上投机和投资孰重孰轻的评论只是就整个市场活动的结构而言的。对于各个个人来说,每个人都有不同的风险偏好和投资选择,风险自负,投机与投资好比“萝卜青菜,各有所爱”,本无高下之分。我们知道,索罗斯偏好投机,不过他对于在一个没有特权保护的市场经济中个人从事投机活动所必须承受的巨大风险倒是有清醒认

① 《“厉股份”侃“牛市”,股市如击鼓传花》,载《科技日报》2000 年 8 月 14 日。

② 波涛《证券投资理论与证券投资战略适用性分析》,经济管理出版社 1999 年版,第 64 页。

③ 波涛《证券投资理论与证券投资战略适用性分析》,经济管理出版社 1999 年版,第 343~345 页。



识的,而且懂得如果整个世界沉湎于无节制的投机会导致什么后果,所以才在仍然春秋鼎盛之时金盆洗手,并写下了他畅销一时的著作《全球资本主义的危机》^①。所以,我不得不对韩志国先生只崇尚短线炒作、而对以拒绝投机著称的巴菲特嗤之以鼻的态度表示质疑。的确,2000年年初,当高科技股成了众人追捧的对象时,巴菲特仍然保持他一贯的长线投资策略,以致被某些人讥笑为“网络时代的弃儿”;可是,当美国的网络股泡沫破灭以后,纳斯达克指数缩水一半,巴菲特的伯克希尔·哈萨维(Berkshire Hathaway)公司的股价却节节上升。这使巴菲特老到的长线投资战略再次得到美国人的肯定。

3. 关于“市盈率”和“泡沫”

诤难:

萧灼基:“对市盈率要客观辩证地看待。看待市盈率要考虑我们是一个资金缺乏的国家,供给不足,而供给不足的商品价格自然会高。还要考虑相关因素,只考虑市盈率不考虑利率是不对的。所以市盈率很难做国际比较。”^②

韩志国:“我国的股市是一个新兴的市场,而市盈率偏高恰恰是新兴股市的共同特点。我国的经济正处于高成长期,判断市

^① 乔治·索罗斯《全球资本主义的危机——岌岌可危的开放社会》,台北联经出版事业公司1998年中文版。

^② 《五位经济学家质疑吴敬琏 股市“托”声骤起》,载《财经时报》2001年2月13日。



盈率的高低,既要看市场自身,也要看国民经济的总体发展水平。”^①

吴晓求:“50 倍市盈率绝对不算高,是合理区域,不能简单地用国与国比较。”^②

董辅初:“如果比市盈率的话,我们比日本的市盈率还要低很多,日本的市盈率要到 80 倍甚至 100 倍。”^③

2000 年 7~8 月份,上证综合指数越过 2000 点,市盈率达到 60 倍左右。不少经济学家和业内人士都为过高的市盈率担心。例如,新华社《上市公司研究》周刊在上证指数越过 2000 点以后,组织系列文章讨论市盈率居高不下的危险性。这些文章指出,“60 倍市盈率在国际经验中鲜有前例。A 股高入云霄的股价显然是不正常的。”^④正是出于同样的担忧,我在 2001 年年初指出在当前上市公司的效益情况下,这么高的市盈率是难以为继的。由于股价是由供求关系决定的,现在货币供应量过大,把股价顶了起来。我更为担忧的还在于,有人提出今年要继续注入货币,让股市继续涨,但是气泡不可能不断地吹,如果跌下去问题就很严重。^⑤

所谓市盈率(P/E),是指股票市价与每股收益之比,其经济含义是按照公司当前的经营状况,投资者通过取得红利要用多少年才能收回自

① 《韩吉国 走出市盈率的陷阱——与吴敬琏教授商榷》,载《新证券》2001 年 2 月 10 日。

② 《吴晓求访谈“赌场论”是情绪化的说法》,载《21 世纪经济报道》2001 年 2 月 12 日。

③ 此语引自 2001 年 2 月 7 日的中央电视台《经济半小时》节目。

④ 齐春宇《指数 2000 点 股市投资价值还有多少?》,载新华社《上市公司研究》周刊第 8 期,2000 年 8 月 20 日。

⑤ 《杨录 吴敬琏担忧股市》,载《财经时报》2001 年 1 月 12 日。



己的投资。在投资者眼中,50 倍的市盈率意味着要用 50 年才能从回报中收回投资。因此,市盈率常常被看作一个公司的股价是否虚升的标志。不过,因为市盈率依据的是对过去的盈利率,而判断股价是否过高,还要看它是否反映公司的基本面,即未来的盈利能力。所以,市盈率要和公司的成长性亦即未来的经营绩效结合在一起,才能反映考评股票的投资价值。如果上市公司的成长性很好,市盈率高一些并不足为虑。但平均而言,我国上市公司的成长性不良,甚至回报每况愈下,因此很难支撑这么高的市盈率。

在发达的市场经济国家,平均市盈率一般保持在不高于 20 倍的水平上。以美国为例,除互联网泡沫时代市盈率畸高外,传统产业从未超过 20 倍。“韩国 70 年代经济增长率在 14% 以上,市盈率一般为 20 倍,仅有两次达到 30 倍,且持续时间很短,只有 1~2 个月的时间。东南亚国家一般为 10~20 倍。香港近十几年股市平均市盈率在 20 倍以内。”^① 日本是高市盈率的特例,但是它的股灾给经济带来的破坏之深之久恰好是市盈率过高导致灾难的明证。日本在泡沫经济年代曾经保持 60 倍的市盈率,但是由此导致了 1990 年的大崩盘,从此一蹶不振,至今 10 年过去,仍然未见复苏的迹象。听说董辅弼教授以日本为例论证目前的市盈率还不算高,实在想祈祷上苍,不要让中国也走上这条道路。^②

从 1992 年起,我就一再呼吁,不要让“泡沫经济”在我国出现,因为当时我国股票市场和房地产市场已经出现了明显的气泡化迹象。^③ 1992 年

① 齐春宇《指数 2000 点 股市投资价值还有多少?》,载新华社《上市公司研究》周刊第 8 期,2000 年 8 月 20 日。

② 日本股市在 90 年代末期平均市盈率的确一度高达 100 倍以上,那是由于泡沫破灭后投资极度不振,日本中央银行实行零利率(其倒数为无穷大)政策造成的。2000 年 7 月央行将利率提升至 0.12%,日本股市的平均市盈率立即降到不足 30 倍。(同见齐春宇《指数 2000 点 股市投资价值还有多少?》,载新华社《上市公司研究》周刊第 8 期,2000 年 8 月 20 日。)

③ 吴敬琏《平稳地放掉泡沫床中的空气》,见本书第 10 页。



6月,上海股市的平均市盈率为200倍,深圳股市为60倍。1993年2月以后,股价只要稍有下降,中国“股市低迷”、政府应当“救市”之声便不绝于耳。香港科技大学金融系的陆向谦博士对此不以为然,他认为中国股市既不“低”也不“迷”。^①记得一日留美经济学会的朋友们在茅于軾教授家相聚,陆向谦举杯祝酒说:国人对股市的风险意识太少,应加培养;目前股市在规模尚小时崩盘,损失较小,却能使人们得到教训,因而可喜可贺。在国际经济界,对于证券市场泡沫预伏的危机与痛苦一直有很高的警惕。90年代初期在国际讨论会上也经常讨论与金融狂潮及其必然崩溃有关的理论和政策问题。有些外国朋友往往恳切陈词,希望我们注意发达国家证券市场历史中的有关经验教训,不要因为陷入靠狂热炒作致富的幻梦而不能自拔,最后招致社会灾难。1992年,一位韩国教授在和我讨论各国发展证券市场的历史经验时,诧异地发现我这个中国同行居然从来没有听说过各国经济学界和金融界无人不晓的书:《非同寻常的大众幻想与群众性癫狂》^②。从那以后,我开始注意研究金融市场的发展史,得知由于金融市场本身的特点和早期市场的不成熟性,狂热投机时有发生。像1720年,英国的南海公司和法国的密西西比公司这两个政府特许的公司利用证券市场的这种特性哄抬股价,进行金融诈骗,导致后来股市暴跌,造成千百万人的破产,其情景就如同气泡的吹胀和破灭,史称“南海泡沫事件”和“密西西比泡沫事件”。“经济泡沫”(Economic Bubbles)和“泡沫经济”(Bubble Economy)就是由此得名。^③

如果从经济学上分析,金融市场是一个不完全市场,那里“不存在一个具有帕累托效率的均衡点,而是在某一区域内的任何一点都能达到供求均衡。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

① 陆向谦、李夏《不要用行政手段干预股票市场》,见本书第260页。

② 麦克凯(1841)《非同寻常的大众幻想与群众性癫狂》,中国金融出版社2000年中译本。

③ 吴敬琏《如何看待过度投机和泡沫经济》,见本书第137页。



于未来价格的预期。而且,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和预期增强。因此,只要有足够的人入市购买,在源源不断的货币流入的支撑之下,很快就会出现市价飙升的‘大牛市’。但是,经济气泡是不可能一直膨胀下去的。在过高的价位上,一旦市价止升回跌,很快又会出现下行的正反反馈振荡,导致市场崩溃(‘崩盘’)。”^①

当我对这些问题有了比较清楚的认识之后,从1993年起,便在自己担任主编的《改革》杂志上,陆续发表了一批提醒人们注意股灾的文章,其中有陆向谦博士、朱绍文教授等的论说,也摘发了美国经济学家加尔布雷思所著《金融狂热简史》。多年来,我不断地重提历史上那些惨痛的教训,目的是希望人们能够以史为鉴。

我还指出,在我国目前从计划经济到市场经济转轨的“这个历史阶段上特别容易出现过度投机和经济泡沫,一个重要原因是国有企业产权不明晰和‘所有者缺位’。这种情况使企业领导人和证券业务的操作人员行为失当。证券业务的一线操作人员往往倾向于从事高风险的投机活动,原因在于他们不是所有者,在盈余时能够得到提成的奖励,却不承担亏损的赔偿责任,因此,对他们来说,风险和收益是不对称的。这种不对称性促使他们倾向于用政府或企业的公款进行豪赌。联手炒作、‘造势’、‘做局’坑害投资者,也就成为一些人惯用的手法。”^②

我们必须提高警惕,防止泡沫的发生。而一旦发生泡沫以后,我主张“平稳地放掉泡沫中的空气”^③,“加大‘泡沫’里的物质浓度”^④;而不赞成

① 吴敬琏《如何看待过度投机和泡沫经济》,见本书第140页。

② 同上,见本书第143~144页。

③ 吴敬琏《平稳地放掉泡沫中的空气》,见本书第10页。

④ 吴敬琏《股市出路在于加大“泡沫”里的物质浓度》,见本书第17页。



有人建议的再继续向股市注入货币的观点，因为那样做最终只会重新把泡沫吹起。可惜，1994 年和 1999 年两次沪深两市平均市盈率降到合适的水平，相当一部分股票已经具有投资价值^① 时，却因当局采取措施托市而功亏一篑。^②

在“气泡”已经被吹起以后，最好的办法当然是在市盈率算式的分母上做文章，即强化上市公司内部改革，增强其盈利能力，使股票市盈率回到一个相对较低的水平^③，以免误入圈套的中小投资者蒙受太大的损失。然而这是一件十分艰巨的事情，很难在短期内见效。不过无论如何，不能采取饮鸩止渴的办法，吹起“气泡”，因为“气泡”吹得愈大，爆破时的损失就愈惨重。

4. 关于“庄家”

诘难：

《证券市场周刊》：“的确，长期以来，中国证券市场可以说是庄家的天下。但是，十年辛苦就培育了一个连规矩都不健全的大赌场吗？”^④

① 我在 1994 年 7 月沪市市盈率下降到 25 倍左右时，曾经明确指出一部分股票已经具有投资价值，投资者可以从购买中得到丰厚的回报（吴敬琏《抓住股价下降的时机，把股市引入健康发展的轨道》，见本书第 38 页）。可惜的是当局没有抓住这样的时机，把股市引入健康发展的轨道。

② 在 1994 年写作的《现代公司与企业改革》一书中，有我对管理当局在当年 7 月 30 日采取的“三项托市措施”的想法。（吴敬琏《端正政府行为，健全股票市场》，见本书第 40 页。）

③ 《吴敬琏坦言要消灭股市泡沫是件很困难的事》，载《上海证券报》网络版 2001 年 1 月 12 日。

④ 《股市的花样年华还有多远？》，载《证券市场周刊》2001 年 1 月 20 日。



厉以宁：“因为出了几个庄家就说中国股市一团漆黑了，不符合事实。”“我是全国人大财经委员会《投资基金法》起草小组的组长。我们充分注意到《基金黑幕》这篇文章以及社会上的有关讨论。在《投资基金法》的讨论会上我讲过，首先必须肯定这几年投资基金业取得了很大的发展，主流是好的，不像某些人所说的一团漆黑。可以想象，从无到有，证券市场是初生的婴儿，投资基金业也是初生的婴儿，出现问题是正常的。但是必须看到几年来基金发展成绩很大，它所出现的问题也就是体制上的问题，造成了很多不得已而发生的问题。否认这几年投资基金业的成就，不符合事实。”^①

吴晓求：“何为庄家？按我的理解，庄家就是主力，就是大户，不能说钱多就有问题。如果几千万股民每人拿着10万元开户，这个市场肯定不是一个健康的市场。美国市场也有主力，各种基金动辄千亿，不是庄家是什么？主力的作用是保证市场的正常流动性，没有主力，没有庄家，证券市场只会是一潭死水。”^②

韩志国：“没有投机就没有市场，没有泡沫就没有市场，没有庄家也没有市场。”^③

《财经》杂志《基金黑幕》的文章提出了一个关系我国证券市场大局、需要郑重对待的问题，这就是“庄家”操纵市场、“对敲拉升”、“造势做局”

① 《五位经济学家质疑吴敬琏 股市“托”声骤起》，载《财经时报》2001年2月13日。

② 《吴晓求访谈：“赌场论”是情绪化的说法》，载《21世纪经济报道》2001年2月12日。

③ 《韩志国访谈：如果吴老赢得论战 将是股市一场灾难》，载《21世纪经济报道》2001年2月12日。



等违法违规活动。我认为这类活动严重损害公民的基本权利，有损我国法律的尊严，应有司法机关介入，对违法者绳之以法。^①接着我在2001年1月14日中央电视台《经济半小时》节目播出的《评说“庄家”》中讲到，我国目前在股市上做庄炒作，进行内幕交易和操纵股价的活动已经达到了登峰造极的程度，必须严肃对待。

所谓“庄家”，是指通过操纵股价来获取暴利的炒股家。其中，一类是中介机构；一类是上市公司的某些掌握内幕信息的人；还有一类就是资金的供给者。他们共同密谋以后就低价吸纳、建仓，手里掌握了大量股票，然后就开始炒作。炒作的办法大概有两种：一种是关联机构互相炒作、互相买卖，买卖非常频繁，把价格炒上去。另外一种就是由有关的上市公司放出利好消息，然后把股价拉升上去。只要有大量资金、包括从银行筹措的资金入市，就可以把价格炒上去，吸引中小投资者或其他局外投资人跟进。当庄家发现有大批人跟进的时候，就会偷偷地出货，自己逃之夭夭，而把跟庄的人们套住。^②

在任何国家的法律中，证券交易所内的股票交易都是严禁“做庄”操纵的。机构操纵股价一旦被发现，就将受到严厉制裁。《中华人民共和国刑法》和《中华人民共和国证券法》也都明文规定禁止股市上的操纵股市价格和幕后交易行为。幕后交易、操纵价格等行为的行为人应当承担的法律责任有三种：一是行政责任；二是民事赔偿责任；三是刑事责任。在这三种法律责任中，行政责任的处罚主体是证券管理机构，刑事责任和民事赔偿责任的处罚主体则是法院。在关于操纵股市价格与幕后交易方面，《证券法》与《刑法》分别有不同的法条与之对应，于1997年10月1日开始实行的《刑法》修订案中已经有关于证券犯罪的相关法条（第181条、第182条），1999年7月1日起实行的《证券法》在很多方面是与其相互配

① 吴敬琏《证券市场不能黑》，见本书第192页。

② 参见吴敬琏《评说“庄家”》，见本书第224～225页。



合的(第71条、第72条)。其中幕后交易、操纵股价的行为,既触犯了《证券法》的有关规定,也触犯了《刑法》的有关规定。^①

可是,由于基础不健全、执法不严格以及其他方面的原因,中国的证券市场上,一些懂得证券市场交易特性、又有某种权力背景的人,却把股市看作一个可以进行违法违规活动而不会受到惩罚,从而从中小投资者(他们往往被某些人轻蔑地看作可以任意宰割的小股民)口袋里大把掏钱的绝好场所。问题的严重性更在于,这些公然触犯刑章的人长期没有受到司法处理。

显然,中国股票市场的情形,并不像我的诤难者说的那么轻巧。从书店中、报摊上令人目不暇接的图书,诸如《跟庄追击》、《跟庄走天下》、《跟庄赚钱指要》、《散户跟庄技巧》等等,可以看到在当今的中国股市上庄家的势力有多大。中小投资者除了“跟庄”外,几乎没有别的路好走。所以民间才有“无庄不成市”、“庄股市场”、“庄股天下”之类的说法。一般中小投资者也只好安于“随庄获利”、“与庄共舞”的处理。事情就这样奇怪,“做庄”明明是违法行为,但哪只股是“庄股”,谁在“做庄”等等,却明目张胆、无所顾忌、堂而皇之地在我们的官方报刊杂志上讨论,全不把法律放在眼里。在这种情况下,谁能相信“股市的主流是好的”这种说辞?

也有人把“庄家”比作外国非连续交易市场上的“做市商”,说是:“中国股市不是应不应该有所谓庄家的问题”,“资本市场离不开机构操盘。即使在国外的股市也都存在着类似我们现在所说的庄家的角色,只不过他们称之为‘坐市商’。”^② 其实,所谓做市商(market maker)制度是一种完全不同于我国主板市场上的竞价交易方式的证券交易制度,一般为柜台交易市场所采用。做市商是指在证券市场上,由具备一定实力和信誉

① 《北京正仁律师事务所高级律师、法学教授李伟民,刑法学博士祝二军和司法部预防犯罪研究所教授武延平访谈录》,载《中国经营报》2001年2月20日。

② 《著名经济学家刘纪鹏,股市不是赌场》,载《中国青年报》2001年2月12日。



的证券经营法人作为特许交易商,不断地向公众投资者报出某些特定证券的买卖价格(即双向报价),并在该价位上接受公众投资者的买卖要求,以其自有资金和证券与投资者进行证券交易。做市商通过这种不断买卖来维持市场的流动性,满足公众投资者的投资需求。做市商制度一方面是为了在非集中竞价(即“一对一”谈判)的条件下保障股票交易的连续性,另一方面各国的法律也严禁做市商单方面操纵股价,误导其他投资者。^① 总之,合法的做市商制度与中国时下违法违规的“庄家”完全不是一个概念。

人们不禁要问,为什么中国证券市场上庄家横行和“跟庄炒股”的现象能长期存在?看来这有多方面的原因。其中一个十分重要的原因是,庄家可以直接或间接地把投机的风险转嫁给政府。投机成功自己赚钱,投机失败国家赔钱。这样一种机制实质上是用全国人民的财产给违法违规、操纵市场的庄家以“资助”。于是有些中小投资者也想分一杯羹,跟庄赚钱。消除这种机制,涉及到一些与现行国有经济体制改造有关的深层问题。

从以上分析可以看到,铲除庄家操纵市场所赖以存在的土壤,必须从两个方面同时着手,一方面要加紧改造国有经济,加快企业和金融机构建立现代企业制度的步伐,另一方面政府监管部门应当建立起严明的规则和秩序,做到“有法可依,违法必究”。与此同时,“广大中小投资者对于维护自己利益的自觉性,保卫自己利益的决心和能力,是促使政府采取有效措施扼制证券市场违法违规活动的最重要的力量。有关的法律机关应当赋予投资者发起集团诉讼、起诉施行舞弊诈骗的公司经理人和交易商的权力,并保证这种权力能够实现。我们的大众传媒应当为中小投资

^① 王国刚《别拿庄当做市商》,载《财经时报》2001年2月20日;同见张文魁《黑庄横行损害投资者信心 谁还会在股市上投资》,载《中国经济时报》2001年2月14日。



者鼓与呼,发挥社会舆论的批评监督作用。为了促进证券市场的健康发展,经济学家也有自己的一份责任。我们应当本着自己的良知,传播正确的经济学知识,抵制各种误导投资者和为违法违规活动张目的谬误言论,帮助中小投资者更好地维护自己的权力和利益。”^①

5. 关于“打压股市”与“规范股市”

诘难:

厉以宁:“有人说《证券法》出来股市就应规范,没那回事”。^②

萧灼基:“有人说中国股市不规范,其实一开始不规范是正常的,一开始规范是不正常的。比如一个小孩子,一生下来就很规范,走路也很规范,吃饭也很规范,说话也很规范,这是人吗?是机器人。”^③“那种以不规范为理由,把资本市场打入冷宫,扼制资本市场发展的看法,是不可取的。”^④“如果把市场看作赌场,打压、摧垮市场,首先遭受损失的是广大投资者,尤其是中小投资者……如果人们认同我国资本市场是赌场,没有存在的权利,不能存在,股价必然狂跌,股民手中的股票必将成为废纸一张。”^⑤

① 吴敬琏《证券市场的一个公开秘密和规范之正道》,见本书第208页。

②③ 《五位经济学家质疑吴敬琏 股市“托”声骤起》,载《财经时报》2001年2月13日。

④⑤ 萧灼基《对我国资本市场若干问题的看法》,载《中国证券报》2001年2月12日。



“有的同志说揭露股市的弊端是要保护广大股民,尤其是要保护中小投资者的利益。如果把股市当成赌场,而赌场是非法的,应该关闭,如果关闭股市取缔股市,受到最大损害的是谁,还是广大股民。如果广大股民有意见,谁来赔偿?我要是股民就会提出,股市是政府开的,上市公司是政府推荐的,股票发行价格是政府决定的,监管是由政府负责的,你现在说要关掉,我的损失找谁赔?应该找政府赔。政府赔得起吗?不说全部股票,流通股相当于1年的财政收入,赔不起的。把股市搞垮,对谁有利?对中小股东肯定没利。把股市搞垮,使得中国市场经济建设往后推,只能对少数坚持传统计划经济观点的人有利。”^①

董辅初:“我把中国股市当作一个初生的婴儿,会有很多毛病,……即使有病了也不能用猛药。”^②

韩志国:“吴讲中国股市从一开始就是不规范的,这是对的,但为什么不规范?中国股市是在新旧体制夹缝中成长起来的,正因为它不规范才取得了生存权。如果中国股市当时就规范,市场不可能发展。股市的规范与发展是一个永恒的主题,没有一个国家的股市一开始就是规范的,股市发展的历史就是投资者钻空子、政府和立法单位堵空子这样一个双方博弈的过程。有了这样的博弈,才有了今天的发展。整个市场发展的过程就是管理者与投资者共同学习的过程,这种学习过程本身就带来不规范,又有什么可以大惊小怪的?”“我们把股票市场当做一个只有10岁的孩子,而且还是一个得了病的孩子。在孩子得了病的时候,是把他掐死、扔掉?还是诊断病因后对症下药,使他健康

^{①②} 《五位经济学家质疑吴敬琏 股市“托”声骤起》,载《财经时报》2001年2月13日。



地成长？在吴敬琏教授发表的言论中，有一句是最要害的：全民炒股赚的钱不是在生产发展中创造财富得来的，而是将别人口袋的钱转到他的口袋里，如果是这样，要想让一个民族发展起来，就像是拔着自己的头发想要离开地球一样。吴教授的这句话，实际上是要不要股票市场的问题。”^①

确如韩志国先生所言，规范和发展是股市的一个永恒的主题。因为在我看来，规范的目的是为了发展，而不规范则无从发展。所以从股市初创时期起，我和我的同事们就用了不少力量来研究我国年轻的股市如何在规范的基础上发展。但是，另外一种声音，即在发展初期不应规范的说法似乎也甚嚣尘上。例如在1993~1994年期间，就有一些自称代表证券业发展利益的人士提出，1993年以后的股价下降，是由于社会舆论对股市批评多鼓励少，特别是政府对市场规范化操之过急造成的。他们说，“股市低迷”使在高价位上购入股票的人们受到损失。因此，如果政府不放松对规范的要求和采取诸如限制扩容、组织资金入市等政策措施托市、救市，就是“没有尽到保护广大股民的利益的责任”。^②当时我们针对这种主张提出了不同的意见。我们认为，用行政审批制度限制扩容和动用国家掌握的财力来为气泡充气，以便补偿那些在股票价值回归时被“套牢”的人们的损失是不可取的。因为且不说这种用公共财力去弥补部分人的损失的做法是否合理，就以它能否长期维持高股价从而使持股者得益而论，也不是一种可行的办法。这里的问题在于，世界上不可能有长久维持不破的气泡，也没有哪一个政府具有让股价只升不降、气泡只胀不缩的本

① 《五位经济学家质疑吴敬琏 股市“托”声骤起》，载《财经时报》2001年2月13日。

② 吴敬琏《我国证券市场的建设大计》，见本书第70页。



领。^①

在这种争论中，我们一方面明确反对哪个市场出了问题就把哪个关掉这种无异于回到计划经济去的做法；另一方面积极主张采取改革的办法去处理股市存在的问题。我们建议的政策措施包括：（1）采取谨慎稳定的货币政策和其他宏观经济政策来保持宏观环境的稳定，以避免证券市场的巨大波动；（2）加快各方面的改革，其中最重要的是国有企业改革，以便给证券市场的发展提供基础性的体制前提；（3）力促金融改革早日到位，加快实现专业银行商业化、商业银行多元化和利率市场化，发展多种多样的银行和非银行金融组织，信托、代理居民从事投资活动，把大量存在的游资引向对实质经济的投资；（4）加快证券交易立法，改善对证券交易机构和证券经营单位的规制和管理，证交所应当在证监会和全体会员的监督下恪守“公平、公开、公正”的原则，而不应有“自己的”牟利动机，对证券商也不可以有亲疏之别；（5）股票上市应当改变行政性规模控制和行政审批制的做法，根据股份公司的资产和组织状况、近几年的绩效，由证交所核准上市。我们还提出，对于股市，各级政府和有关机构的方针要明确，行为要端正；“所谓方针要明确，就是我们建立证券市场的目的，只在于为市场制度的有效运作提供一个重要的架构。发展证券市场只能服从于这个目的。所谓行为要端正，是说要恪守市场经济中的政府行为准则……防止用计划经济的办法来对待证券市场，动辄进行行政干预。”^②

1999年十五届四中全会前夕，国务院发展研究中心副主任陈清泰和我共同主持了国务院发展研究中心的《国企改革攻坚15题》^③的研究。

① 参见吴敬琏《如何看待1994年初的股票市场》，见本书第16页；同见吴敬琏《我国证券市场的建设大计》，见本书第71页。

② 吴敬琏《我国证券市场的建设大计》，见本书第78页。

③ 陈清泰、吴敬琏、谢伏瞻主编《国企改革攻坚15题》，中国经济出版社1999年9月版。



其中第 13 题系统地提出了我们在规范的基础上发展证券市场的主张,包括:第一,为了促进资本市场的健康发展,一切举措都要以有利于证券市场发现价格和发挥优化资本资源配置的功能为依归,而不能让一些短期考虑或局部利益的考虑歪曲证券市场发展的正确方向;第二,改变“向国有大中型企业倾斜”的做法,为各类企业提供平等的融资环境;第三,改善证券监督机构的监管方式,以执行强制性披露制度为主要手段,而不能以行政审批为主,更不应由监管机关对交易活动进行直接干预;第四,培育更多的投资主体,吸引更多的入市资金,使股市在规范的基础上得到更大的发展。^①

在过去 10 年中,各方人士就如何在规范的基础上发展我国股票市场也曾提出过不少好的建议。例如,陆向谦博士 1994 年曾经提出过利用当时股价下降的时机,“既治标又治本”的办法。他建议针对当前熊市,“提高标准,使得上市公司及市场运作向国际标准看齐。一方面,门槛提高了,短期内上市的新股数目会下降,这就治了标;长期来说,门槛提高了,中国股市的素质将趋近国际标准,这就治了本。”^②可惜,这类在规范的基础上发展股市的声音往往被那种放松规范化要求、减少股票供给、增加入市资金来使中国股市“重现辉煌”的呼声所淹没^③。自 1993 年以来,我国股市管理当局曾多次“救市”、“托市”,其结果都是不好的。这类行动不仅没有把股市真正托起来,相反却导致股价的巨幅波动,错过了一次又一次引导股市健康发展的时机。

以上历史经验告诉我们,借口我国股市还是“婴儿”、还很“年轻”,借口它是改革的产物,袒护各种侵害股市机体、戕害股市生命的错误行为决不符合广大人民的利益,也不符合股市投资者的利益。我们应当从股市

① 参见吴敬琏《加快证券市场的规范和发展》,见本书第 161 页。

② 陆向谦、李夏《不要用行政手段干预股票市场》,见本书第 261 ~ 262 页。

③ 参见本书第 15 页脚注。



刚刚起步的时候起就定下规范化的目标,稳步地促其实现。如果不是这样,而是姑息养奸,养痍貽患,那只会使黑幕愈演愈烈,积重难返。最近揭露出来的“血洗”数万名中小投资者的兰州证券黑市,就是触目惊心的一例。

国外的经验也证明了这一点。英国和法国由于 18 世纪 70 年代气泡的发生和崩溃,曾经导致在将近一个世纪的时间内人们把购买股票视为畏途,大大延缓了公司制度和证券市场的发展进程。^①

美国在 1929 年大危机爆发前的 7 年大牛市中,美国股市也曾经是金融寡头横行、金融诈骗猖獗。1933 年美国国会通过了《证券法》;1934 年又通过了《证券交易法》;同时建立起一个具有广泛权力,包括立案侦查权力的新的联邦政府机构——证券交易委员会(SEC),负责监督证券市场,调查违法事件,管理证券发行人和交易商。这些措施的落实曾经遭遇过有组织的强烈抵抗,在罗斯福行政当局的大力支持下经过三届 SEC 的不懈努力,才大体实现了美国证券市场的规范化。

规范证券市场决非易事。不但会有认识上的障碍,还会有来自既得利益的阻力。在泡沫经济形成的过程中,那些已经获得利益的人们,会成为阻碍泡沫消失的主要障碍;而那些尚未获得利益的人们,又往往将自己很高的发财期望值寄托在泡沫的膨胀中,而这两部分人则成为泡沫不断膨胀、发育的“打气者”。^②

“清醒地认识健全我国证券市场必然遇到的阻力和障碍,并不意味着我们应当知难而退,把健全和发展我国证券市场的目标的实现推向遥远的未来。恰恰相反,现在形势逼人,时不我待。惟其任务艰巨,就更加要求一切关心我国市场经济制度建设的人们携起手来,加紧努力,克服阻力和障碍,使我国的证券市场尽快健全起来。”^③

① 参见吴敬琏《我国证券市场的建设大计》,见本书第 68~69 页。

② 参见吴敬琏《要一个有规矩的市场》,见本书第 24 页。

③ 吴敬琏《证券市场不能黑》,见本书第 199~200 页。



6. 关于“两种市场经济”

诤难：

韩志国：“他有一个重大缺陷，即仅仅推崇实体经济，站在实体经济的立场评价虚拟经济，当然越看越不舒服。……他内心是反感股票市场的。”^①

厉以宁：“在‘十五’计划起步之时进行这场讨论，关系到要建立一个什么样的市场经济——是传统的市场经济，还是新经济时代的现代市场经济的重要问题。”^②“自己不懂的事就不要乱讲，应该先学习，因为有很多情况是我们不了解的，只有通过学习才能知道。说网络是泡沫，这样未免太主观了。”^③

吴晓求：“这涉及到我们建立一个什么样的市场经济体制的问题。我们所建立的不是一个没有发达的金融体系、没有发达的资本市场，只是小商品批发市场很多的市场经济。”^④

要什么样的市场经济，是传统的市场经济，还是现代的市场经济，这确实是一个关乎中国前途命运的问题。但是我认为，所谓传统的市场经

① 《韩志国访谈：如果吴老赢得论战 将是股市一场灾难》，载《21世纪经济报道》2001年2月12日。

② 《厉以宁等五位经济学家提出 爱护新生的中国证券市场》，载《中国证券报》2001年2月12日。

③ 摘自搜狐财经 2000年3月27日。

④ 《五位经济学家质疑吴敬琏 股市“托”声骤起》，载《财经时报》2001年2月13日。



济和现代的市场经济之间的主要区别,并不在于“实体经济”或“虚拟经济”,“小商品批发市场”或“发达的金融体系”。市场经济确实有传统与现代之分,但是把它归结为是实体经济还是虚拟经济的区别,大半是一个“伪问题”,因为并没有人只推崇实体经济,而排斥虚拟经济,也没有人主张建立没有发达的金融体系、“小商品批发市场很多”的市场经济。我赞成美国马里兰大学和清华大学中国经济研究中心钱颖一教授的意见:“在人类发展的相当长的时间内,经济体制是传统市场经济,而迈向现代市场经济体制是人类近代史上的重大突破。即使是现在被炒得红火的所谓‘新经济’,就其体制而言,仍是现代市场经济的延续。现代市场经济有两个特点 第一,虽然现货交易和人格化交易仍然在相当的范围内进行,‘非人格化交易’成为重要的交易方式,这就需要第三方公平地执行合同;第二,政治与经济的关系变成了‘保持距离型’(arm's length type)。”“现代市场经济体制不同于传统市场经济体制的制度基础,根本的一条是法治。”^①我所憧憬并愿为之奋斗的正是这种以法治为基础的现代的市场经济。

看来,我们有必要对于当前转轨时期的许多人和事作一个分析,才能正确地判断当前讨论中所涉及的问题性质和各种利益的代表者意欲何为。我在研究中国向市场经济转轨过程中的关系时发现,在当前的社会中存在着利益取向很不相同的人群 在转轨过程中所产生出来的某些新既得利益者和留恋计划经济“好时光”的旧既得利益者不同,他们并不愿意回到计划经济的体制去,然而他们也不愿意看到规范化的、平等竞争的市场的建立,而是希望维持甚至扩大目前的市场混乱和行政权力广泛干预市场的状态,以便继续利用自己的特殊地位自由自在地弄权“寻租”、发财致富。在过去 20 多年中,“要求进行规范的改革往往被有些人说成是‘理想化’乃至‘保守思想’,而花样百出的‘寻租’活动,例如,圈地运动式

^① 钱颖一《市场与法治》,载《站在市场化改革前沿——吴敬琏教授从事经济研究 50 周年研讨会论文集》,上海远东出版社 2001 年 1 月第 1 版。



的‘土地批租’、掠夺广大中小投资者的金融魔术、鲸吞公共财富的‘产权改革’等等却被这些人以‘改革’的名义歌颂备至。”^① 腐败之所以蔓延，一是因为行政权力干预市场交换，就是所谓的寻租，二是因为产权不明晰，公共财产缺乏明晰的产权界定，某些有权力在手的官员就可以利用职务来盗窃公共的财产。^②

这样，中国的市场取向改革就面临着来自两个方面的危险，一个是开倒车，不同程度地回到计划经济，另一个是借改革之名掠夺大众以肥私。这两种力量互相以对方作为自己存在的依据，公众看不明白时，就容易由于受到蒙蔽蛊惑而发生错觉。^③ 从目前来看，后者的危险更大，因为它有可能导致一种“权贵资本主义”(Crony Capitalism)，即官僚资本主义的危险。长期以来，中国证券市场是各种权势力量的盘踞之地，凭借权势大发其财者众，因此得到“寻租场”^④ 的称呼。建设一个规范的证券市场是走向现代市场经济的一个重要环节。因此，我强调要一个规范的、健康的证券市场，正是基于对现代市场经济制度的诉求。

当前，我们正经历着两个过渡 一是从计划经济到市场经济的过渡；二是从传统市场经济到现代市场经济，亦即从原始市场经济到现代市场经济即法治市场经济的过渡。钱颖一教授顺着“两种市场经济”的思路，指出我们的迫切任务，是要争取成为“好的市场经济”即法治的市场经济，而不要落入“坏的市场经济”即腐败的市场经济的陷阱。^⑤ 政府不改革，民众不能充分行使民主权利，公权不彰，法治不行，就会导致行政系统腐

① 吴敬琏《转型期各种社会力量分析》，见本书第151页。

② 吴敬琏、张维迎《权力为什么能够被交易？——从胡长青案件谈起》，根据2000年3月10日中央电视台《经济半小时》播出内容整理。

③ 参见吴敬琏、汪丁丁《关于中国改革前途的对话》，载《财经》杂志1998年第11期。

④ 张维迎《是谁黑了中国股市》，载《财经时报》2001年2月28日。

⑤ 参见钱颖一《警惕滑入坏的市场经济——论法治的市场经济》，载《经济社会体制比较》杂志2000年第6期。



败公行和有组织犯罪的猖獗,就有落入“坏的市场经济”的危险。

为了建设法治的市场经济,我觉得,从与经济体制改革进展相适应的角度看,目前在政府体制改革方面有以下几个迫切需要解决的问题。第一,政府要跟微观经济活动保持一定的距离。目前,国有经济在国民经济中所占比重只有三分之一左右。在这种情况下,如果政府还像过去国有经济占统治地位时那样管理国民经济,搅在分钱、分人、分物的日常经济活动里面,是无论如何也不行的。第二,除极少数需要由国家垄断经营的企业外,从国有企业改制而来的公司都要实行股权多元化。而且如果不实现政府作为国有资本的所有者的职能和作为政府本身的职能这两种职能的分离,是很难做到政企分离的。对于这个问题,需要作认真的研究和提出妥善的解决办法。第三,建立法治。“法治”的行为主体是法律本身。法律“治”谁呢?它当然要规范一般人的行为,但它首先是“治”政府,即界定政府作为公仆与它的主人即人民之间的关系,约束政府和政府工作人员的权力。我们的立法和执法工作都要在法治思想的指导下进行。^①

7. 关于“专业精神”与“平民意识”

诤难:

吴晓求:“作为现象化的东西是存在的,从专业角度看,不能得出这个结论,应该不能被这种表象化的概括所迷惑,否则经济学家与普通人就没差别了。作为经济学家,应该透过这些表面的

^① 吴敬琏《新形势下政府体制改革的总体目标》,载《改革:我们正在过大关》,三联书店 2001 年 2 月版。



现象,把握未来的规律、方向、现象背后的深层次原因是什么。不能用表象化的东西来否定一些事实,更不能用表象化的东西作为一种理论的概括。这是非常糟糕的。”“不能因为一些表象化的东西否定具有国家战略意义的步骤,不能倒退。这涉及到专家精神和平民意识的问题。当然,为老百姓说话是正确的,我不排斥为中小投资者说话,但要把握一个界限。”“说股市是赌场,这是一个非常感情化的宣泄。这种概括不是专业化的理性精神,这是一种比较平民化的、感情的宣泄,能博得一般被套的中小投资人的认同。”^①

老实说,我把诤难者指责我过多地为中小投资者讲话,有太多的“平民意识”,看作一种表扬,只怕自己的工作当不起这样的赞誉。我理解所谓平民意识,就是经常想到普通百姓的疾苦,尽力为多数人谋利益;而专业精神则除了专业知识、能力、责任心之外,也包含着特定的信念和道德。依我看,这种信念和道德恰恰和我所学习的经济学理论和秉持的科学精神是统一的。正如我在1991年《中国经济的振兴有赖于市场取向的改革》一文中所表达的,“我对经济学的执著沉迷,说到底,是为了解答一个困扰了好几代求索真理的中国知识分子的问题:怎样才能振兴百年积弱的中国。学以致用,古有明训。既然我从自己的曲折探索中得到了中国荣辱兴衰系于改革的结论,自然就应当身体力行,把自己的知识和能力贡献给经济改革这一伟大的事业。”^②

当然,经济学是一门实证科学,经济学家首先要弄清楚的是“是什么”

^① 《五位经济学家质疑吴敬琏 股市“托”声骤起》,载《财经时报》2001年2月13日。

^② 吴敬琏《中国经济的振兴有赖于市场取向的改革》(1991年),《我的经济观》第3卷,江苏人民出版社1992年版。



的问题。然而，经济学涉及人们的物质利益，因而往往是现实性很强的一门学问，除了揭示事情的真相，在大多数场合还要进一步作应用性的研究，提出规范性的意见。依我看，这便是最起码的专业精神，而关注社会公正和社会中人的命运也是经济学家的本份。1998 年度诺贝尔经济学奖得主阿马蒂亚·森在《伦理学与经济学》中说，经济学所关注的应该是真实的人。他并且从经济学之父亚当·斯密是道德哲学教授、而经济学科曾经作为伦理学的一个分支的本质和传统出发，指出：“随着现代经济学与伦理学之间隔阂的不断加深，现代经济学已经出现了严重的贫困化现象。”^① 专业精神和平民意识应当集于经济学家的一身的。

正是基于这样的理念，我注意到转型期出现的一些特殊的丑恶社会现象，包括证券市场上某些官商勾结、操纵市场、坑害中小投资者的行为，并对这类活动的制度和政策根源作出了经济学的分析。^②

改革不是一个经济自发演进一定能够导致的过程，而是一种制度的重新安排。这就意味着经济利益关系的巨大调整。这种调整必然会遇到那些不愿意放弃原有既得利益的人的阻碍和抵抗。只有政府通过运用行政、法律、教育、经济政策、诱导等各种手段，才能消除这种阻碍和抵抗。^③ 政府除了要保证在转轨时期的产权再配置中初始分配不过分悬殊之外，还完全应当而且一定能够在人民生活水平普遍提高的基础上，充分运用自己的各种政策工具，抑制少数人个人财富的过度积累，防止两极分化，逐步实现共同富裕。^④

① 阿马蒂亚·森《伦理学与经济学》，商务印书馆 2000 年版，第 7～8 页、第 13 页。

② 包括对“寻租活动”的分析。吴敬琏《“寻租”理论与我国经济中的某些消极现象》，见《何处寻求“大智慧”》，三联书店 1997 年版。

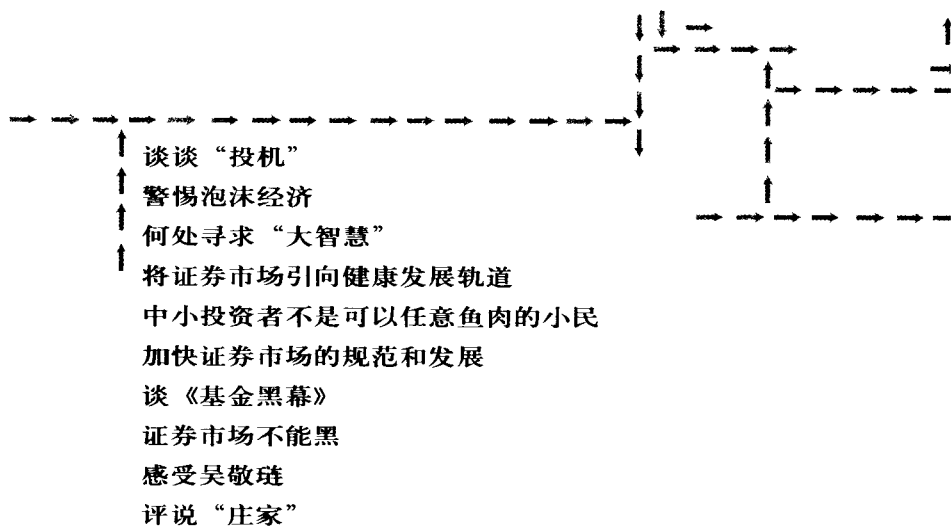
③ 吴敬琏《转轨时期的社会关系和政府职能》，载《高新技术产业报》1999 年 4 月 17 日。

④ 吴敬琏《社会主义基本特征是社会公正 + 市场经济》，载《中国经济时报》1997 年 8 月 5 日。



我在此提到的诘难，有些来自我的老同事和老朋友，他们在过去为实现市场经济改革的共同目标对我提供的帮助和支持至今记忆犹新，回想起来仍然令人感动。不过我总是觉得，争取建立市场经济，并不只是为了我们自己，甚至不只是为了我们这一代人。当我们作为时代的幸运儿得以享受改革的第一批成果的时候，不应忘了还有许多平民群众，他们甚至没有得到应有的平等机会去谋求体面的生活。当看到一些生活无着的下岗职工拿着自己的微薄积蓄无奈地投身于极不规范的股市而没有别的出路的时候，我们不觉得自己有责任为他们做些什么吗？

在中国的改革开放事业进行了 20 年之后的世纪之交，围绕中国的证券市场的问题和发展作一个深刻的反思和讨论有着十分重要的意义。它将有助于民众、企业界、经济学家以及政府官员加深对于中国如何走市场经济之路的思考，避免滑入“坏的市场经济”而建设一个“好的市场经济”。这关系着全体中国人民乃至全世界人民的福祉。





图书在版编目(CIP)数据

吴敬琏:十年纷纭话股市/吴敬琏著. —上海:上海
远东出版社, 2001

ISBN 7 - 80613 - 866 - 8

I . 吴 · II 吴 · III . 股票—证券市场—研究—
中国—文集 IV F832.51 - 53

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2001)第 09465 号



目录

1	前言
1	稳定发展股票交易市场 (1988年6月)
3	谈谈“投机” (1993年7月)
10	平稳地放掉泡沫中的空气 (1993年7月9日)
12	规范的公司化改制是证券市场健康 发展的基础 (1993年12月)
15	如何看待1994年初的股票市场 (1994年3月25日)



吴敬琏：十年纷纭话股市

股市出路在于加大“泡沫”里的物质浓度 (1994 年 4 月 11 日)	17
要一个有规矩的市场 (1994 年 4 月 15 日)	20
“股份制改革”不等于“炒股票” (1994 年 5 月 31 日)	27
何处寻求“大智慧” (1994 年 6 月 8 日)	29
抓住股价下降的时机,把股市引入健康 发展的轨道 (1994 年 7 月 16 日)	38
端正政府行为,健全股票市场 (1994 年 12 月)	40



吴敬琏：十年纷纭话股市

1978 1980 1982 1984 1986 1988 1990 1992 1994 1996 1998 2000 2002 2004 2006 2008 2010 2012 2014 2016 2018 2020

- 43** | 过度投机对中国特别有害
(1995 年 3 月 4 日)
- 47** | 证券热炒的是与非
(1995 年 8 月)
- 57** | 我国证券市场的建设大计
(1995 年 8 月)
- 80** | 香港 1995 年冬资产市场形势和对策
(1995 年 11 月 10 日)
- 83** | 加大内部监管力度
(1996 年 3 月 10 日)
- 85** | 经济泡沫问题
(1997 年 2 月)
- 91** | 培育资本市场：关键何在？
(1997 年 3 月 3 日)
- 96** | 在规范的基础上发展证券市场
(1997 年 3 月 5 日)
- 99** | 明晰产权关系 强化内部监管
(1997 年 3 月 7 日)



目 录

发展资本市场：我所反对的和所主张的 (1997 年 7 月)	103
发展资本市场要谨防经济泡沫 (1997 年 9 月 24 日)	112
上海证券交易所成立七周年祝词 (1997 年 12 月 4 日)	116
东亚金融危机与泡沫经济 (1998 年 3 月)	118
金融业是做什么的 (1998 年 5 月 20 日)	123
我国资本市场存在的问题和改善的措施 (1999 年 1 月)	130
如何看待过度投机和泡沫经济 (1999 年 1 月)	137
转型期各种社会力量分析 (1999 年 1 月)	146
中小投资者不是可以任意鱼肉的小民 (1999 年 3 月 5 日)	155



吴敬琏：十年纷纭话股市

- 157** | 确立股市投资者主权
(1999 年 4 月)
- 161** | 加快证券市场的规范和发展
(1999 年 6 月 16 日)
- 168** | 质疑“炒”股票
(2000 年 3 月 7 日)
- 169** | 打破幻想, 抑制癫狂
(2000 年 3 月 14 日)
- 172** | 互联网: 要发展还是要泡沫
(2000 年 3 月 16 日)
- 177** | 抑制股市泡沫, 支持产业创新
(2000 年 5 月 26 日)
- 186** | 谈《基金黑幕》
(2000 年 10 月 29 日)
- 192** | 证券市场不能黑
(2000 年 11 月 2 日)
- 202** | 证券市场的一个公开秘密和规范之正道
(2001 年 1 月)



目 录

感受吴敬琏 (2001 年 1 月 13 日)	209
评说“庄家” (2001 年 1 月 14 日)	223
附录 1 朱绍文《日本“泡沫经济”的破裂及其教训》 (1993 年 7 月)	229
2 薛小和《台湾岛是怎样落入“金钱游戏”的陷阱的》 (1994 年 1 月)	249
3 陆向谦 李夏《不要用行政手段干预股票市场》 (1994 年 7 月)	260
4 加尔布雷思《金融狂热简史》 (摘编)	266



稳定发展股票市场^{*}

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。



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



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 年末日元升值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。



吴敬琏：十年纷纭话股市

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。



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。

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。



者会不断地去计算、分析：哪家公司盈利会下降，哪家公司盈利会上升。不停地买进卖出，使股价波动不已，从而反映企业经营状况的变化。

但是，只有当投机者和投资者一块儿工作、股价能够反映企业的未来盈利能力时，才能通过股市的价格机制，改善企业的经营，对创造物质财富起积极作用。如果一个市场上只有投机者，没有或几乎没有投资者，它就无异于一个赌场。赌博是一种“零和博弈”，赢家所赢不过是输家所输。而且由于进行交易要付出成本，交手续费和交税，总是输的人多，赢的人少。赌场上的输赢只能造成钞票在不同的人的口袋之间搬家，而不能创造物质财富。

中国的股市有效性很差，而投机性则表现得极为突出。前几年就出过这样的笑话：某市有一家亏损企业上市。照理说这样的企业是卖不出价钱的，但是它的价格照样炒得很高。为什么会这样呢？因为股民不知道甚至根本不顾企业的盈利状况。这就涉及到公司制度的完备性、证券市场规范化程度以及投资者的成熟程度等问题。另外一个原因，就是1989年以来，货币政策过松，游资多，而投资渠道又不通畅，于是人们就拥入供给不足的股市，使股价表现异常高昂。去年下半年以来，投资渠道多了，股票上市量也有所增加，加之国家加强宏观调控，货币政策从紧，所以股价也就下来了，不过最近可能跌得急了点。

现在股价下降，对被套牢的投资者来说，当然不是件好事。但是，这也造成了一个机会，使那些过去市盈率过高因而完全没有投资价值的股票开始具有投资价值。同时也使股民受到教育，使他们懂得股市不是好玩的，需要慎重从



事。那么怎样解决“泡沫”问题呢？我认为，证券市场监管当局应当在加强规范的同时，淘汰“垃圾股”，让更多经营得好的公司上市，以便增加绩优股在股市里的比重，使“泡沫”里的物质浓度增加。只有这样，才能使股市健康地发展。



要一个有规矩的市场^{*}

一个没有规矩的市场

长期以来,国内经济学界有两种倾向,这两种倾向都有些简单化:一种是简单地运用产权理论,似乎产权理论一出世,新古典经济学就不行了,界定产权能解决一切问题;另一种倾向则认为,按照新古典经济学,只要建立起市场,就一定能够达到有效率的均衡。

新古典经济学的阿罗-狄布鲁模型表明,在完善的市场条件下,一般均衡存在,而且这个均衡是具有帕累托效率的。但是事实上,要达到这样的均衡需要具备许多前提,在多数情况下,这些前提是不具备的。

在现实的情况下,市场的正常运作需要一定的外部环境,就是由社会强制力量保证执行的规则。

在正常的、健全的市场经济中,政府官员只能是执行规则的“裁判员”,而不能在市场上有自己的位置,否则就会与他的职能冲突、矛盾。

^{*} 这是作者 1994 年 3 月在蛇口与《中华工商时报》和《万科周刊》记者的谈话要点。记者所写的访谈录载《万科周刊》1994 年 4 月 15 日。



目前,除了官员,还有传播媒介、文学艺术界、教育界、演艺界的名人都被市场大潮裹挟,利用各种特殊身份和特殊地位去经商,使目前的市场愈发显得毫无规矩。

如果权力可以经商,利用内幕消息可以经商,教师和学生都去经商,哪还需要真正的商人?谁还会去搞实业?

当一个没有规矩的高层出现后,问题会变得更为复杂,市场中的违规行为没有人去予以纠正和处罚。比如收购某上市公司时存在一些违法的活动,尽管处理起来在技术上并不困难,但可能高层人员有利益在其中,却被搁置。而官员们利用权力经商,则可能最终破坏市场环境。

我认识的一位年轻朋友是瑞士某金融机构驻远东地区董事总经理,在了解中国目前的现状后,严令所属员工,不得涉足大陆股票和不动产市场,原因是他认为目前大陆这种没有规矩的市场,只有某些有“关系”的企业才可能赚钱,规规矩矩做生意的大企业很难进入。另一位在中国台湾的商人朋友则抱怨说,原来还可以估计打通关节所需付出的成本,但现在有的官员在制造关节,以至于这笔费用有增无已。

我继父是旧社会的一位老报人。他曾经说过,一个跑证券新闻的记者如果利用自己的身份去造市,为自己在股市上谋取利益,那是违反新闻界的“行规”的,是不能容忍的。因此,应当呼吁我们新闻界人士作为社会良知,在可能出现的道德危机面前遵守职业道德。

泡沫经济吞噬创业精神

前不久我去上海的一个纺纱厂,发现工人们上班时都



心不在焉，断丝断得一塌糊涂，没人管。原来工人腰里都别着中文股票机，眼睛不断地盯着股票行情。他们怎么能有心思干活？

投机行为有它的社会功能，但我不同意无条件地鼓励投机。有的金融类报刊从不讨论上市企业的营销战略和经营管理，版面上只介绍所谓“短线炒作技巧”，甚至宣传“市场经济就是投机经济，中国投机不是太多，而是太少”的结论，问题就严重了。

目前的中国股市投机盛行。其一，世界上各股票市场的市盈率一般都在十几倍以内，而上海股市高达 200 倍，深圳也长期维持在 60 倍左右，只是在近期才回落到接近正常水平；其二是换手率。有人称，持股几个小时算是做短线，持有几天就是做长线了。某只股票日换手率在 25% 以上。某只只有 8 000 万股规模的股票在某天成交竟达 2.4 亿股，也就是说，日换手率高达 300%！而正常情况的股票市场，其换手率是按月、按年来计算的。

当投机活动在市场上占了支配地位，就必然导致“经济泡沫”，而其恶性发展所形成的“泡沫经济”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，对经济会造成极大冲击。最近的例子可举出日本和我国台湾地区。日本战后 40 多年高速发展，但在 90 年代初的一次泡沫经济打击下，一蹶不振，至今还没有走出低谷。台湾股市则在 1986~1987 年间突然升温，几年内开户人数从 1986 年的 47 万户增加到 1990 年的 460 万户，“几乎家家都设了账号去炒股票”。其中虽有两次崩盘，都没有给台湾地区社会和投资者敲响警钟，直到 1990 年 2 月，股指直冲 12 600 点



后大崩盘，直到现在还没有爬起来。

我们大陆经济学家去年访问我国台湾地区时，前“行政院长”孙运璿痛心疾首地对我们说：是这场泡沫经济，毁掉了人们艰苦创业的精神。台湾地区经济的繁荣，正是无数小业主胼手胝足、辛辛苦苦地干出来的，而在泡沫经济的冲击下，再没有人愿意朝九晚五地辛勤耕耘，每个人都梦想一夜之间成为巨富！

世界上泡沫经济未曾破灭的例子，只有我国香港特区一个。原因在于它是大陆封闭几十年的唯一出口，有大陆在源源不断地为它输血，所以它的泡沫中不全是空气。港币发行量的三分之一都在大陆，大陆用自己的物质财富置换了它的泡沫中的空气。

和权力经商一样，如果股市和房地产市场炒作可以赚大钱、发横财，谁还会去艰苦创业呢？

现在在珠江三角洲和深圳也是投机之风盛行，炒股票、炒地皮、炒马票、炒会员证、炒期货、炒外汇、炒六合彩，还有人呼吁六合彩“不够普及”，要“大力发展”。前几年还有一些国营企业靠搞实业赚钱，现在愈来愈少了。例如，广州某著名药厂，靠炒地皮来弥补工业亏损、发奖金。这是不可能长期维持的。

过度投机所形成的泡沫经济，对国家的直接打击是崩盘时造成经济衰退，社会动荡不安；而长远的影响，则是吞噬人们的创业精神。这个问题不可等闲视之。



经济泡沫哺育食利者阶层

在泡沫经济形成过程中,那些在经济泡沫中已经获得利益的人们,会成为阻碍泡沫消失的障碍;而那些尚未获得利益的人们,又会将自己很高的发财期望值寄托在泡沫中,而这两部分人则成为泡沫不断膨胀、发育的“打气者”。

《改革》杂志 1994 年第 2 期发表了一篇张宇燕的“利益集团与制度非中性”的文章。讲的道理是在利益集团形成后,会影响决策者在制定政策时使政策倾向于利益集团。而当决策者本人也是利益集团中人,在所要制定的政策中有利益时,问题就会变得更为严重。

我的一位朋友给我讲过深圳一家基金的发行上市过程的不知是真是假的故事。该基金的设置动机非常“合理”,为了避免一些官员利用上班时间炒股票,将官员们的存款集中起来交给专门机构去操作。于是这个基金按配额分配到各行政机关,尽管各单位规模不同,人数不等,但基本上还没有太大波折,但轮到教育系统时,教师们有意见:我们在第一线搞教育,坐机关的人反而把基金分掉,不合理!摆不平,只好将中学教师纳入分配范围。不料小学教师又不愿意。而其他机关也有类似反应,结果“好事”泡汤。领导宣布,这只基金 3 年内不上市。这个决定出来后,很多人决定不买基金了,因为买了等于 3 年套牢,而 3 年中股市不知有多少价格暴涨的机会。就在这一刹那的犹豫之间,基金已被抢购一空。原来官员们深信,这 3 年不上市的规定一定会被大家的共同努力所打破。果然,这只基金就像那些坚定购买的人们所期望的那样提前上市了。



泡沫经济在这样一些所谓的“压力集团”的推动下,不断发展壮大,目前深沪两地的证券商已经将近 400 家,他们为了保证自己有经营利润,就必然要通过各种方式使股市活跃起来。在股票和房地产市场中搞信息的传媒,也把自己的利益和经济泡沫联系在一起。这个市场的炒买炒卖不活跃,传媒发行量上不来,广告就拉不到了。那些不注意经营质量而把对股东的回报寄托在二级市场运作的上市公司,也把自己的经济利益与泡沫联系在一起,泡沫越大,他们越有机会。这些利益集团在股市价格低迷、泡沫萎缩的情况下,会以“保护股民利益”为口实,向政府施加压力,要求“救市”。

“老鼠会”在四处蔓延

所谓“老鼠会”,是一种金融安排,用后来者的本金支付先来者的利息,犹如大老鼠带小老鼠入会一样,只要贪图高利的小老鼠不断拥入,原已入会的大老鼠就不愁没有钱赚。

我国台湾地区最有名的“老鼠会”是“鸿源投资公司”,它成立于 1982 年,以各户出资 15 万元为一股,不论盈亏,每月一律领回 1 万元红利。从此台湾“老鼠会”大行其道,全盛时达 500 多家,吸收资金在 3 000 亿元以上,其中最著名的“鸿源”,拥有 20 万投资人。

台湾地区在处理“老鼠会”问题时久拖不决,原因在于不少党政要员也成为投资人。在“鸿源”最后停止“出金”时,仍有不少会员施加压力将自己的“投资”抽回。直到 1990 年,台岛“泡沫经济”破灭,“鸿源老鼠会”的大老鼠才被



送进监狱。

但老鼠的子孙绵延不绝，沈太福以 24% 的年息吸收资金高达 10 亿元之多，就是一种“老鼠会”。

“老鼠会”花样翻新，但万变不离其宗，都以高利息为引诱，一旦新进资金不足以支付高利，“老鼠会”的金融纽带就断裂了。然而在当今中国大陆，“老鼠会”亦有大行其道之势，贪图高利的人们，坚持认为只要自己不是最后一只老鼠，只要自己能够引进更多老鼠，就不会倒霉，所以仍然争先恐后加入“老鼠会”。

这种“老鼠会”的特征不难辨认，关键还在于有关当局对形成有规矩的市场的态度和作为。某些官员在经济泡沫形成中所起的作用决不能低估。



“股份制改革”不等于“炒股票”

“股份制改革”不等于 “炒股票”^{*}

公司化改革的基础应该是制度创新。在推行股份制的过程中,有许多制度安排问题,如公有制的实现形式,国有资产由谁代表等。可是现在有人把这些问题搁在一边,而将“股份制改革”等同于炒股票,其结果是使我国股市成了短期投机炒作支配的市场,没有人做长期投资。前一段时间在深圳股市上有一种说法:持股几个钟头才叫做短线,持股几天就是做长线。在这样的状况下,股市怎能发挥它的积极功能?

一个经济没有一定的投机活动,会变成死水一潭,这个经济就没有活力。但是过度投机却会产生泡沫经济现象。投机资本横行对经济发展是一个致命的问题。日本、我国台湾地区 20 世纪 80 年代后期的泡沫经济教训十分深刻。我们经济刚开始起飞,就出现了泡沫现象,很糟糕。1993 年大陆经济学家代表团访问我国台湾地区,孙运璿先生对我们说,台湾地区从赌六合彩开始,到炒股票、炒房地产、地下

^{*} 本文是接受中国社会科学院经济研究所杨帆采访时的谈话。载《长江日报》1994 年 5 月 31 日。



期货公司和地下投资公司大行其道。在泡沫吹起时,有的人发了一点财,吸引人人都去参加赌博。但到了泡沫破灭时,许多人倾家荡产。更严重的是这种金钱游戏败坏了社会风气,再没有人愿意靠艰苦的努力去创业。

经济学家应当依据一定的原理来说明问题,不能以利益为转移,朝三暮四。现在有一种现象令人感到奇怪,有的人前不久还在说政府不应过多干预股市,不应规定上市额度,法人股应允许转让;现在来了个一百八十度大转弯,说“股市低迷都是由于扩容太快”,政府不应该让更多的股票上市,不应当让法人股流通,如此等等。我认为,政府必须对经济有调控能力,特别是我国经济刚走入快速发展轨道,必须警惕并防止泡沫经济的生成。



何处寻求“大智慧”*

读了《读书》杂志 1994 年第 5 期陈彩虹先生的《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,很值得我们深入地思考。

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”,但对什么是这个“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条件下的股市”的智慧。

人们的自由只能来自对规律性的认识,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

* 本文写于 1994 年 6 月 8 日。原载《读书》杂志 1994 年第 8 期。



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封闭循环：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、日本和我国台湾地区时，那里的经济正处在 20 世纪 80 年代末的虚假繁荣的“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“泡沫经济”（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，我读了一些他们所推荐的书籍，同时留心观察我国经济的发展演化，包括证券市场的发展进程。一面读书，一面观察，一面思考，自以为颇有所得。以股市为例，从 1992 年以来的发展可以清楚地看到，1992~1993 年股市暴炒和 1993 年下半年以来的股市暴跌，正是过去已经反复出现、前人已详尽考察过的投机市场上泡沫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《金融狂热简史》（*A Short History of Financial Euphoria*）中评论美国 80 年代中期的投机狂潮和 1987 年大崩盘时所说的那样：“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。”

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,人类已经积累了丰富的经验。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,首先要读一点书。

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 Mackey)的作者写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《非同寻常的大众幻想和群众性癫狂》(*Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*),生动地记载了 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癫狂行为。1990 年出版了前面提到过的加尔布雷斯的《金融狂热简史》(《改革》杂志从 1994 年第 4 期至第 6 期连载过此书书摘)。加尔布雷斯以他特有的隽永深刻的笔触,对 17 世纪到 20 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,市盈率(P/E Ratio)被炒到了 200 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使，被某些“行家里手”所误导，进了圈套。

《改革》杂志 1993 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”的破裂及其教训》一文。朱绍文教授从历史上的气泡事件谈起，结合中国实际，详细分析了 20 世纪 80 年代下半期日本泡沫经济的前因和后果。绍文先生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。市场经济条件尚不具备，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，币值不稳，政府和银行又不能有所作为，这样继续放任下去，恐怕市场经济还未建立，‘泡沫经济’已泛滥成灾，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 20 世纪 80 年代末期我国台湾地区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了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、中国台湾地区的故事，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，乖乖受人蒙蔽和摆布。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配着它们的一般规律。

更何况，以逻辑实证方式直接论述普遍经济规律的论著也并不在少数。经济学对股市的性质、特点和作用规律已经作过许多精深的探讨。先以三本发达的市场经济国家通行的基础经济学教科书为例。在萨缪尔逊（Paul A. Samuelson）的《经济学》（1976 年第 10 版）中用整整一篇《附录》讨论了关于股市波动的理论（见该书商务印书馆中译本第 102~110 页）。斯坦利·费希尔和鲁迪格·唐布什的《经济学》（1983 年版）对股市的无常作了更深入的理论分析。它引述凯恩斯（凯恩斯本人是极为成功的股市投机家）的话，指出在股票市场上，真正起作用的不是人们对企业投资前景的信息，而只是他们对股票在下一期出售时能卖多高价钱的短期考虑。在这种情况下，股市投机者的行为受投



机幻觉的支配。“投机幻觉迟早是要破灭的，但是不利用这一幻觉似乎又是愚蠢的”，于是股市上就演出一幕幕从勃然暴发到忽然破产的活剧（见该书中国财经出版社中译本，上册，第 693～698 页）。斯坦福大学教授、现任美国总统经济顾问的斯蒂格里茨（Joseph E. Stiglitz）在他 1993 年出版的《经济学》教科书中用了一节的篇幅对这一问题进行分析。他指出，几乎没有证据证明，任何人能够靠分析股市信息保证自己在股市上经常取胜。这是一个无可争议的事实，尽管人们对这一事实作出了不同的理论解释。在分析结束时，斯蒂格里茨教授给股市上的投资者写了一段话：“我对新进场的投资者的忠告就是一句话：当心点。不要被你的初次成功所误导。你这回能够大赚一笔，可能是而且几乎可以肯定是因为偶然碰上了好运气。如果你拥有既可以利用而又不使你身陷囹圄或者受到良知责备的内幕信息，那就使用它。不过在这样做以前，先得找个律师！”（见该书 W. W. Norton 出版公司 1993 年英文第 1 版，第 264～271 页）

总之，证券市场的基本作用，是通过股票转让和股价变动，实现资本的优化重组，并对公司经营作出评价和对经理人员进行监督。证券市场能否实现这些重要的功能，取决于股票的市价是否反映它们的真实价值，即发行股票公司的盈利性。为了使股票的价格在不断的买卖中趋近于反映公司盈利性的水平，为卖而买和为买而卖的投机者的参与是必不可少的。在这种条件下，投机活动有它的经济功能，有利于稀缺资源的优化配置。然而同样正确的是，证券市场的不完全性决定了股价并不能经常反映公司的盈利水



平。当代微观经济学已经确切地证明,股市是一个不确定性很大的不完全市场,它的价位高低往往由人们的心理预期决定,而不存在一个能够保证实现帕累托效率的均衡点(参见许成钢:《中国经济改革与现代微观经济学理论》,《改革》1993年第5期)。当股价脱离它的真实价值而飙升时,股市就会为投机活动所左右,成为过度投机的市场或完全投机的市场。单纯投机无异于赌博,并不能使物质财富增加和价值增值,而只是造成财富的再分配:从输者的口袋转到赢者的口袋。再考虑到税费和手续费抽取了一部分,赌博的概率必然大于赌赢的概率。只有掌握内幕信息的人才能稳操胜券。与此同时,股市交易存在很大的“信息不对称性”。于是,有些人就可以利用证券市场的这种特性,运用制造和散布虚假信息、操纵市场、“造势”“做局”以及进行内幕交易等手法,进行金融欺诈活动,牟取暴利。在这种情况下,市场经济各国无不制定严格的规则,对证券市场进行严格的监管,对非法牟取暴利者实行严厉的惩罚,以保护大众的利益。然而即使在这样的条件下,诈骗丑闻也是经常出现的。此外,在宏观经济政策出现失误,发生货币过量供应的情况下,证券市场就很容易和房地产市场、期货市场等不确定性很大的市场一样,在人们的赌博心理的支撑下,出现哄抬价格的投机狂热。这时,人们为追逐价差暴利而纷纷入市抢购,于是,“越涨越抢,越抢越涨”,形成“气泡现象”,似乎财富不吹自胀,所有的人都在一夜之间发了大财。其实物质财富并没有增加,“气泡”也终有一天会破灭。当出现“崩盘”现象时,正反馈的过程完全反转过来:“越跌越抛,越抛越跌”,使持股者全被“套牢”,大量的股民破产。“气泡



经济”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。不论狂热投机，还是急剧崩盘，都对经济发展造成极大冲击。

这些应当说都是当代经济学提供的关于证券市场的“大智慧”。

正是因为理论经济学对证券市场有这样的认识，好几位著名经济学家对中国提出过忠告：审慎地对待股票市场，不要对股票市场优化配置资源的作用抱有不切实际的幻想。

例如，耶鲁大学的诺贝尔经济奖获得者托宾（James Tobin）在 1985 年的“中国宏观经济管理国际讨论会”（“巴山轮会议”）上，一方面极力主张对中国的国有企业实行公司化改制，另一方面建议在 20 年内不要开放股票市场。

另一位诺贝尔经济奖获得者萨缪尔逊教授 1992 年在一篇论述中国经济发展的文章中指出：“为什么我认为现在中国大陆搞股票市场不那么重要呢？”“要点在于，从历史上看，有组织的股票交易往往是随着包含更多信息的那些市场——城乡交易会、商贩、零售和批发的推销等等——的发展之后才发展起来的。对 19 世纪美国的商业和生产来说，乡村银行和当铺的重要性超过纽约股票交易所或芝加哥商品交易所。”（见《经济社会体制比较》杂志 1992 年第 5 期第 2～3 页。）

还有前面讲到的斯蒂格利茨教授。他在 1993 年在广州中山大学所作的报告中指出：“在中国，股票市场的获利很高。而在美国，人们常说股票市场只是有钱人游戏赌博的地方。股票市场当然重要，人们可以交易其股份和风险。



但是,股票市场并不是筹措投资资金的十分重要的场所。”以美国为例,在过去的 20 年里,新股的发行远远赶不上企业购回现股的规模,从而资本在股票市场是净流出。具体来说,新股减去回购对投资的比率是负百分之九。在其他发达国家情况好一些,也只有百分之二左右。“人们的普遍认识是,股票市场是一个重要的架构,但不是融资的重要来源。”(王则柯《拯救美国的经济学家》,见《读书》杂志1994 年第 4 期,第 129 页)

此外,我国台湾地区的“经济大佬”孙运璿先生 1993 年 9 月在同大陆经济学家谈话时提出,希望把 20 世纪 80 年代后期台湾地区的“金钱游戏”引为鉴戒,避免落入气泡经济的泥坑。在当时的台湾地区,人们玩弄金钱游戏,投机敛财,以致艰苦创业的意志消磨殆尽,腐败奢靡之风盛行,“笑贫不笑娼”成为风气,使整个社会陷入危机之中。(见《改革》杂志 1993 年第 6 期《孙运璿谈台湾地区经济起飞是团队运作的结果》)

这些是不是也可以为我们作“大智慧的思考”提供一点参考呢?

目前中国股市正处在狂炒过热的不正常状态转向正常状态的痛苦调整过程之中。我们要做的,绝不是用政府托市、救市行动重新把“气泡”吹起来,再造虚假繁荣;而是要真正拿出大智慧来,妥善地、以代价最小的方式实现向良性市场的过渡,形成健康的证券市场,为投资者开辟通畅安全的投资渠道,为企业家创造良好的融资天地,为我国市场经济创造能够促进资源有效配置的证券市场架构。



吴敬琏：十年纷纭话股市

抓住股价下降的时机， 把股市引入健康发展的轨道^{*}

从1992年起，我就一再呼吁，不要让“气泡现象”在我国市场上出现。1993年讲得特别多，因为当时已经出现了明显的气泡化迹象，气泡是早晚要破灭（崩盘）的。而一旦崩盘，对股民和社会造成的损失都太大，所以必须预先防止。

现在股市气泡已经破灭，惟今之计，不在于让政府用放松银根、向市场注入货币的办法“救市”，而在于引导市场向健康的道路发展。这是因为，用扩张性的货币政策“救市”，不但会引发通货膨胀，而且这“市”归根到底也是救不了的。即使用这种人为的方法暂时把气泡吹起来，也不过为再次破灭创造条件而已。少数人在气泡吹胀时发了财，大多数人会再次被“套牢”和血本无归。

1994年3月我曾在蛇口提出，股市出路在于“增加绩优股的比重，使‘泡沫’里的物质浓度增加，这样才能提高股票的回报率，使股民从投资中得到好处。”现在看来，政府还有

^{*} 本文是1994年7月16日上海股价下降后就《新闻报》记者的提问给上海现代企业研究所费方域所长写的意见要点。



一些事情要做,例如:倡导组织投资基金(有的国家叫“单位基金”),将通过金融中介的间接融资和居民的直接融资结合起来,既提高投资决策质量,又增加入市资金数量。

目前市盈率已经降到比较合理的水平,有些股票已经具备投资价值。一般说来,如果一只股票在今后一个长时期的市盈率能够保持在10倍以下,就确定无疑地具有投资价值。对于长线投资者来说,短期的股价波动并不具有重要意义,也没有“套牢”的问题。从这个意义说,居民应当对我国公司制企业和我国股市抱有信心。

有的股民以股票回报率与银行存款利率(名义利率)作对比,认为目前买股票回报太低(“比银行存款利率还低”),不值得投资。这里存在着极大的误解,因为股票回报率与银行存款利率(名义利率)是不可比的。在通货膨胀的情况下,前者的本金没有贬值,后者的本金却贬了值。总之,在市盈率为10倍以下时,投资者是有相当丰厚的利润可图的。



吴敬琏：十年纷纭话股市

端正政府行为，健全股票市场^{*}

从一级市场看，应该改变对股票发行实行规模控制的做法，把工作的重点转移到严格审查企业的公司章程、资产评估报告、验资报告、招股说明书和严格监督公司向社会公众披露公司情况上面。从这两年的情况看，还应注意：（1）政府决不能插手股票发行价格的制定，而应该交由发行股票的企业与证券承销商协商确定；更不能采取不正当的办法，人为抬高股价，高溢价发行，坑害一般股民。（2）杜绝“权力股”、内部私分股票等违法活动。（3）国家不要干预股民的行动，购买股票是完全的私人行动，决策结果应由他们自己承担，国家不应该干预。（4）政府应当负责维持市场秩序，打击内幕交易和操纵市场等违法行为，同时要对股民进行教育，普及与公司设立和股票发行有关的经济和法律知识，提醒人们注意投资风险。

从二级市场看，政府和证券交易监督机构要通过加强自己的监督和疏导工作，促进股市的健康发展：（1）坚持和提高股票上市标准，增加绩优股的上市量，使上市公司和市

^{*} 摘自作者所著《现代公司与企业改革》，天津人民出版社 1994 年 12 月版，第 343～345 页。



场运作逐步向国际标准看齐,股票交易中的一些基本准则如同股同权等必须得到贯彻。股份被划分为法人股、个人股、A股、B股,法人股不能流通等情况应当尽早改变。(2)严格执行股票市场交易规则,禁止以权炒股和内幕交易,禁止操纵市场从中渔利,犯罪者必须得到惩治。(3)制止银行机构和行政机构用公款炒股等非法活动,抑制热衷于投机的风气。需要明确,政府的职责是监督执行市场规则,制止违法活动以便保护大多数股民的利益,而不是直接对市场进行干预。采取行政措施“托市”和“救市”,不利于股市的正常化,只有利于少数人。

从1993年下半年开始,我国过热的股市开始降温,A股股价逐步下落,特别是到了1994年中期,市盈率降到10倍左右,已有不少股票开始具有投资价值。这时,只要做好工作,改变人们在“气泡”破灭后对股市失去信心的心理状况,同时在A、B股股价比较接近的情况下实现合并,逐步实现法人股加入流通,股市走向正常发展是有可能做到的。因此,不少经济学家呼吁政府不要用行政手段干预股市,而是要发挥政府的规制和引导作用,使股市逐步走上健康发展的轨道。可惜的是,证券交易监督当局在1994年2月末和7月末两次采取“救市”措施,使狂热投机死灰复燃。7月末宣布三项“救市”措施^①以后,股价再度飙升,不到一个月,股价上升了将近200%。这时股票的平均市盈率再次上升到30倍以上,失去了投资价值;A、B股价格再次拉开,

^① 1994年7月30日中国证监会宣布的三项措施是:(1)今年内暂停新股发行与上市;(2)严格控制上市公司配股规模;(3)采取措施扩大入市资金范围。



吴敬琏 十年盼红话股市

失去了并轨机会；股价大幅度波动，股票的日换手率有时竟达到 100% 的超高频率，回复到投机活动占统治地位的状况。



过度投机对中国特别有害^{*}

上周四“3·27”国债期货风波对上海经济生活造成了很大的冲击,警惕过度投机和“泡沫经济”的危害的话题又被有识之士提起。

我对“3·27”事件的具体过程不太了解,无法就事情本身发表意见,但是从报刊报道看来,上海证券市场存在过度投机和监管不严的问题。因此,有必要认真总结经验,从中吸取必要的教训。只有这样,才能保证我国金融市场的健康发展和上海经济的腾飞。

期货市场在市场经济体系中的重要功能,是使各种工商业经营者能够通过套期保值,规避价格风险,从而得以安心地从事自己的工商业经营。期货市场要实现这种功能,必须要有投机者的参与。投机者在寻求风险利润的同时,把风险也接过去,由他们承担。因此在一个正常的期货市场上,投机活动是有它的积极作用的。但是,如果在一个市场上投机占了支配地位,它就变成了一个赌场。这时,非但期货市场的积极作用不能发挥,反倒会对整个金融市场的

^{*} 本文是作者就《新闻报》记者张学庆的电话采访发表的谈话。记者所写的报道见《新闻报》1995年3月4日。



稳定造成冲击,干扰经济的健康发展。对于经济的领导部门来说,一定要消除以为旺盛的投机活动能够带动经济繁荣的幻想,尽力防止期货市场这个市场经济的重要架构蜕化为投机活动支配的赌场。这是因为,单纯的投机和赌博一样,并没有增加物质财富,它只不过造成财富在不同人之间的再分配,这种活动能够使个别人变成富翁,但是整个地区、整个国家却不可能靠这种办法富起来。更何况在赌场上,输的概率总是大于赢的概率。“久赌必输”、“久炒必输”这种赌客和炒家的经验之谈,是反映了事物发展的必然性的。而且,在一个工商业大城市中,“赌风”会毒化社会氛围。如果醉心于投机成为社会风气,创家立业所必需的克勤克俭、艰苦奋斗的精神就会毁于一旦。这是有违发展证券市场的初衷的。

根据现代经济学的分析,期货市场、证券市场属于“不完全市场”的范畴。在这种市场上,商品价格的高低在很大程度上取决于买卖双方对未来价格的预期,而远远脱离这种商品的基础价值。譬如说,一次价格上升往往会触发“越贵越买、越买越贵”的商品暴炒和价格暴涨的正反馈循环;一次价格下跌又有可能触发“越跌越抛、越抛越跌”导致崩盘的正反馈循环。于是,有些人就会利用金融市场的特性或利用自己拥有的内幕情报稳操胜券,或者“造势设局”、联手操纵,把别人引入圈套。有鉴于此,各国的金融当局和证券业的自治机构都对证券交易有严格的法规,对进行内幕交易、操纵市场等违规行为实施严厉惩罚,对市场风险有一套严格的管理办法。如果想用放松管理的办法来促进市场繁荣,结果必然适得其反。前几年我在访问新加坡期货交



易所时,发现那里的先生们对于超过香港成为地区金融中心表现得信心十足,理由是他们规则严密,管理严格,能够大大降低风险的程度。近来发生了巴林银行因为一个职员在期货市场上越权投机失手而破产的事件,使人们对新加坡期货市场的管理提出疑问。新加坡政府对这一事件采取了十分郑重严肃的态度,以免这一事件影响到他们成为地区金融中心。我想,正在为建成国际大都市而努力的上海,尤其需要注意防止金融市场出现的不正常现象影响他们的壮志宏图的实现。

由于证券市场的上述特性,在货币(资金)供给充足的情况下,很容易形成暴炒金融商品,并使这些商品的市值迅速增长的“气泡”现象,以致出现“泡沫经济”。在“泡沫经济”形成的过程中,几乎凡入市者都能赚上一笔。这也是金融投机被人们看作致富之道的一个原因。其实在这种“气泡”吹起时赚得的财富往往只是纸面上的。“泡沫经济”中金融商品的高价位由于远远脱离了它的基础价值而不可能长期维持,迟早会出现下降。由于正反馈的作用,下降很容易导致“崩盘”。所以,“泡沫经济”总是沿着价格上扬—狂热投机—诡计诈骗—急剧崩盘的轨迹运动,整个过程必定是“几家欢乐几家愁”,真正发财的只是极少数在崩盘前脱身的人,对绝大多数人来说,都不会有这样的机会。在后面这类人中,仅仅空欢喜一场还是比较幸运的,如果因此倾家荡产,那后果就更为悲惨了。在中国当前经济转轨时期,特别容易形成“泡沫经济”,因而也特别需要我们保持充分的警惕。造成这种现象有两大原因:一是中国正处于改革转轨时期,政企还未完全分开。有些人可以用公家的资金进



行投机活动,赚了是自己的,赔了是公家的。同时,行政权力与经济利益相联系,极易造成内幕交易等破坏市场经济基本准则的行为。二是目前我国证券市场的法制不健全,管理不严格,容易出现内幕交易、操纵市场等违规操作的问题。

既然过度投机和泡沫经济有这么大的危害,为了保护广大入市者的利益,维护改革的声誉和排除危害经济发展的消极因素,面对“3·27”事件,我们必须认真总结经验教训,使我国金融市场健康地发展,创造真正的繁荣。



证券热炒的是与非^{*}

张：您在《读书》杂志去年第8期上发表的《何处寻求“大智慧”》一文中，引用了托宾教授1985年在“巴山轮会议”上的言论，认为中国国有企业应当大力进行公司化改制，但在20年内不要开放股票市场。您又说，要“审慎地对待股票市场，不要对股票市场优化配置资源的作用抱有不切实际的幻想。”您的意思是不是不主张在中国搞证券市场？

吴：我是主张搞市场经济的，从来就不反对建立证券市场。这从我自20世纪80年代中期以来的论著中可以看出得很清楚。在80年代中期，我国经济界讨论证券市场（包括期货市场）问题时，比起有些把证券市场的建立看作我国资本市场建设的关键，认为只要放开股票市场就能够保证资本资源的有效配置的经济学家来，我的态度可以说是相当“保守”的。我认为在当时，建立证券市场并不是改革的当务之急，应当把主要精力放到建立市场经济的基础性的工作上去。拿股市来说，股市是上市公司产权交易的场所，

^{*} 本文是《中国证券评估》杂志特约记者张力墨对作者的专访，载该刊1995年第8期。



不言而喻，它以符合规范的股份有限公司的存在及其正常运作为前提。如果不存在这个前提，股票市场就成了无源之水、无本之木，是不可能搞得好的。然而，虽然从 1986 年以来就进行了“股份制”试点，但是公司经济（corporate economy）的这个微观基础建设一直进行得不够好。因此我在 1992 年 4 月写的《关于资本市场的两个问题》一文中提出，为了发展我国的证券市场，首先要建立符合规范的股份有限公司；证券市场本身的建设，也应循序渐进。针对从 80 年代中期以来的一种流行观点，我指出：市场发育“是一个历史过程，尽管我们可以通过国家的培育大大缩短这个过程，但想超越阶段，甚至‘倒爬楼梯’，是会事与愿违的。从目前我国的情况看，广泛设立股票市场，实现大量股份公司的股票上市，尚须努力创造一些基本的条件。”

当然，从 80 年代后期以来，情况已经发生了很大的变化。我国已经开设了不少证券市场。不但深圳、上海两个证券交易所已有一定的上市量，而且已有 15 个期货交易所。在证券市场已经建立但运作不太健康的情况下，应该存利除弊，促其健康成长，而不宜采取简单关闭的方针。因此我才在 1994 年上半年股市虚火下降、市盈率从荒谬的一二百倍下降到二三十倍、部分个股已经具有投资价值的时候，提出应当及时采取措施，把证券市场引向健康发展轨道的建议。在《何处寻求“大智慧”》中，我也表明了 my 基本主张：“目前中国股市正处在狂炒过热的不正常状态转向正常状态的痛苦调整过程之中。我们要做的，绝不是用政府托市、救市行动重新把‘气泡’吹起来，再造虚假繁荣；而是要真正拿出大智慧来，妥善地、以代价最小的方式实现向良



性市场的过渡,形成健康的证券市场,为投资者开辟通畅安全的投资渠道,为企业家创造良好的融资天地,为我国市场经济创造能够促进资源有效配置的证券市场架构。”

张: 1992年以来,您在不少文章里指出抑制过度投机和防止出现“泡沫经济”的必要性,有人说,过度投机是任何一个新兴证券场所必须经历的一个阶段,您怎样看待这个问题?

吴: 我所说的“过度投机”和“泡沫现象”,指的是证券市场的一种状态,而不是指个别入市者的具体经济行为所具有的性质。证券市场的这种不利于市场正常运作和经济稳定增长的状态,是由证券市场内外一系列条件造成的。要防止这种状态的出现就得在这些内外条件上下功夫。关于投机,我在《半月谈》1993年第15期上发表的《谈谈“投机”》中已经明确指出过,“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。”我所反对的只是一种当时极为流行的、认为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,或者说“市场经济就是投机经济”,“中国投机太少,要大力发展投机”一类说法。我之所以反对这种观点,是因为:投机活动只有在与实质经济中的投资和其他经济活动正确结合、交互作用的条件下,才能实现其功能。例如,在股票市场上,投机者和投资者的互动,能够促进资本的优化重组和公司治理结构的有效工作;在期货市场上,套期保值者和投机者的互动,能够实现回避风险和发现未来价格这两种功能。如果投机过度发展,它就会变得弊大于利;如果投机活动在市场上占



了支配地位，它就变成绝对有害了。所以我在前几年里曾经指出，鉴于我国证券市场的发育状况，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、基本的法律规章、必要的支持系统，使投机活动约束在一定范围内，同实质经济的活动相辅相成。同时要对居民进行市场经济 ABC 的教育，使他们懂得证券市场的交易是有风险的，需要慎重决策、谨慎行事，才能避免大的损失。

至于有人说新兴证券市场必须经历一个狂热投机的阶段才能发展起来，我看不出有充分的历史事实支持这种说法。的确，在市场经济的发展史上，好些国家出现过狂热投机和急剧崩盘。这不但在 17 世纪和 18 世纪出现过，20 世纪也屡见不鲜。究其原因，一则是由证券市场等不完全市场的本身性质所决定，由于它不存在一个具有帕累托效率的均衡点，在充分游资的支撑和入市者短期利益的驱动下，就容易出现投机狂潮。另一方面，则同一个国家的整个经济体制、宏观经济政策、证券交易法规和有关当局的监管水平有关。新兴证券市场比较容易出现投机狂潮，是因为既存在某些早期市场经济的因素（即所谓“重商主义时代”的特征），监管当局又缺乏经验，入市者本身也很不成熟。但这并不意味着任何一个新兴市场都必然出现一个狂热投机的阶段。因为我们现在已经不是 17 世纪和 18 世纪，证券市场已经积累了几百年的发展经验，一个国家只要能够汲取世界股市发展的大智慧，就可以避免大起大落。比如美国，1929 年以前有关当局放任股市狂炒 7 年，导致了 1929 年的股市崩盘，触发了资本主义世界的大危机。1993～1994 年当纽约股市的市盈率攀升到 20 倍以上时，美国宏观



当局结合其他指标,判定美国经济出现“过热”的征兆,于是在一年中7次调高利率,终于实现了“软着陆”。新兴证券市场如新加坡汲取了别人的经验,采取了谨慎的宏观经济政策并对市场严格监管,就成功地避免了证券市场的巨大波动。“巴林事件”发生之前,新加坡的证券交易所早就提醒过巴林银行总部注意他们在风险管理上的漏洞,所以巴林银行的破产对新加坡股市并没有产生太大的冲击。

张:那么,我们的证券市场为什么会出现过度投机呢?

吴:证券市场本身的性质,决定了它具有出现过度投机和泡沫的可能性。在一定的经济条件下,这种可能性就会变成现实。具体说来,我国证券市场出现不正常现象,弥漫着投机气氛,原因大致有以下这些:

第一,在相当时期内,宏观当局采取了扩张性的货币政策,由此形成了大量闲散资金。与此同时,向实质经济投资的渠道很不通畅。这样,就出现了某些经济学家估计的多达数千亿元的游资。这些游资冲向哪种金融商品,就造成那种商品的价格飙升和投机活动盛行。

第二,由于企业改革尚未到位,相当一部分企业,包括在“股份制试点”过程中建立的许多上市公司经济绩效不高,而且发行市场和流通市场的价位太高,使平均市盈率高达一二百倍,股票失去了投资价值。长线投资无利可图,使具有趋利特性的资本流向短线炒作,从投机中取利。

第三,相当一部分入市交易的大户是企业制度未经根本改革的国有单位。这类国有单位由于所有者缺位,治理结构也不健全,对被授权进行市场操作的人员管理松弛,某些内部人员便可使用企业资金放手进行豪赌。在没有风险



约束(说到底是产权约束)的条件下,反正赌赢了是自己的或“小金库”的,赌输了有国家兜着,赌局便越做越大。没有风险约束,大大增加了市场的投机性。

第四,市场管理层从本身或本位的利益出发,未能保护交易机构广大会员的集体利益,以保证公正竞争、减少风险冲击为目标,而往往为了扩大交易量、多收手续费和保证金,纵容助长违规活动。

第五,法治不健全和监管不严,对于内幕交易、操纵市场等违规和舞弊行为打击不力。

还有从业人员和有关人员(如大众传媒的工作人员)缺乏必要的职业素养和有组织的自律。

张:您在前面讲到,社会上流传着一些似是而非的观点,具体是指哪些?

吴:有这样一些观点,例如“市场经济就是投机经济”,“主张抑制过度投机,要求防止出现泡沫经济,等于反对发展资本市场”,“要救改革就得救股市”,等等,我已经大体上谈到了。这里讲一个对于领导和缺乏经验的群众颇有吸引力的“理论”,就是鼓吹投机活动能够使入市者、一个地区甚至整个国家富起来。这纯粹是一种神话。证券市场交易是一种牟利活动。它的正常运作,能够提高资本的配置效率,促使企业改善经营,促进物质财富的增值,使投资于这些企业的股民所得的回报增加。但是单纯的投机炒作无异于赌博,它只能再分配财富,并不能创造物质财富和实现价值增值;它只能使部分人富起来,而不能使一个国家或一个大地区普遍地富起来。而且由于抽取了一部分税费,赌输的概率总是大于赌赢的概率。只有那些有钱有势或掌握内幕信



息的人才能稳操胜券,而一般散户、小户往往是吃亏的。此外,对于一个大地区和一个国家来说,狂热投机造成的长远的副作用,肯定会使炒作赢利和税费收入等方面的好处化为乌有,到头来是得不偿失的。

张:证券市场是中国改革的产物,许多人把股市与改革连在一起,认为提倡大力发展股市和支持股市繁荣的人就是支持改革的“改革派”,反之则是“保守派”,您怎么看?

吴:我不赞成在讨论经济问题时把乱戴“改革派”、“保守派”之类的帽子作为自己的论证手段的做法,更难同意把是否支持股市热炒、期市豪赌当作划分“改革派”、“保守派”的标准。为了分辨什么样的观点才真正有利于改革,首先得要弄清楚,市场经济要求什么样的证券市场。把证券市场看成资本主义的洪水猛兽,根本否定在我国建立证券市场必要性的人固然有“保守派”之嫌,但是,也并不是任何信奉“股市炒作愈热愈好”的格言,或者在股市“低迷”时力促政府出面救市,倡言“要救改革就得救股市”的人就是确定无疑的“改革派”。我们已经说过,证券市场由于能够促进整个市场制度的有效运作,乃是市场经济的必要架构。然而,只有在一个健康的证券市场上,投机者和投资者之间、投机者和保值避险者之间的良性互动,才能够实现证券市场的上述功能。在这种条件下,入市者能够在公正竞争中得到与他承受的风险相对称的合理合法的收益,国民经济的繁荣也才有保证。作为一个改革者,应当竭尽自己的努力,促进证券市场朝着这样的方向发展。如果不是这样,而是不分青红皂白地鼓吹投机,在“保护改革成果”的旗号下,力求保持我国证券市场存在的混乱状态,使极少数人得以



混水摸鱼,那对什么人有利呢?十分明显,保持这种混乱状态,对整个国民经济的发展是不利的;对于广大股市投资者也是不利的;即使那些在股价飙升时发了点财的人们,他们也不一定能够逃脱在股价急挫时被“套牢”甚至破产的厄运;对于为政者更是不利的,因为投资者早晚会对混乱无序、丑闻迭出的市场避之唯恐不及,从而使构建资本市场的宏图化作泡影。在混乱无序的市场中唯一能够得利的,只是少数像《子夜》中的赵伯韬那样的有权有势、财力足以操纵市场或以其他不正当手段牟利的“巨头”。这种只有利于一小撮人而损害多数人利益的行为难道也能叫做“改革”吗?

张: 面对目前股市存在的问题,您认为应该采取哪些措施?

吴: 我认为,应该采取积极的态度处理证券市场目前存在的问题,把它们引向健康发展的轨道。就期货市场而言,现在在不少品种的期货市场已经开放的情况下,虽然存在不少问题,但应该积极主动地加以疏导,而不宜消极取缔。现在许多大宗商品的期货市场已经关掉,只剩下一些小的品种像绿豆等在做试验。我觉得这种做法值得斟酌。因为对这类小宗商品而言,保值避险的意义并不大,而由于它们的市场容量很小,少量的投机资本就能将它们哄动,抑制投机的难度就更大。相反,在中国市场经济已有一定程度的发展的情况下,为了给粮食、食糖等大宗商品现货的生产者和经营者提供一定的避险机制,开放期货市场就十分必要。当然,所谓开放粮食等大宗商品的期货市场,不是说放开让交易进行就行了。要真正建立规范的市场,



还必须花大力气创建能够保证它们正常运转的基础性条件。例如,目前我国有相当一部分商品粮食的购销和价格仍然受到行政管制。这就不具备建立正常的期货市场的基本条件。如果不加快改革,改变粮食购销体制,放开现货价格,把粮食部门改造成为经营粮食等商品的商业企业,就开放期货市场,则只会给那些拥有垄断地位和有可能获得内部信息的人们提供巧取豪夺的大好机会。

用市场的方法来解决目前证券市场存在的问题,我认为,除了宏观经济环境的改善外,还应当从以下方面下手:首先,各级政府和有关机构的方针要明确,行为要端正。所谓方针明确,是说我们建立证券市场的目的,只在于为市场制度的有效运作提供一个重要的架构;发展证券市场只能服从于这个目的,而不能有短期的或本位的利益导向,从而有意无意地助长过度投机,庇护违规人员。所谓行为要端正,是说既要防止用计划经济办法来对待证券市场,动辄进行行政干预,又不能放松证券立法和对证券机构的监管。目前还有不少政府机构所属的金融机构,并没有真正与“上级机构”脱钩,仍在继续直接或间接地参与证券交易活动。这些做法是违背市场经济的基本原则和政府的有关规定的,必须坚决加以纠正。其次,加快经济体制各方面的改革,给证券市场的发展提供基础性的体制前提。其中最重要的是金融改革和国有企业改革两项。只有加快金融改革,才能为群众广开投资渠道,同时堵住投机资本用国家银行贷款放的低价货币炒买炒卖的漏洞。只有加快国有企业的改革,提高了企业效率和加强了对企业资产的管理,才能使上市公司的股票具有投资价值,同时制止企业有关人员用



公司的资本在投机市场上豪赌这种目前广泛存在的做法。第三,在对企业按照《公司法》进行公司化改制的基础上,经过严格审查,批准一批真正的绩优股上市,吸引人们进行有利可图的长线投资。第四,加快证券交易立法和严肃对证券交易机构和证券经营单位的规制和监管,由会员组织起来的交易中介机构和证券商本身也要加强机构的组织建设和证券商的自律。给人们以确切的知识、正确的思想和投资指导,不要让一些似是而非的“理论”不负责任地流传,误导群众。



我国证券市场的建设大计^{*}

自从 1993 年我在一些文章中对我国证券市场发展中存在的某些问题提出意见以来,我的有关言论便受到部分经济学家的指责。在他们看来,我的这些观点代表了一种有碍于我国证券市场的繁荣和资本市场的形成的保守思潮,应当加以批评。我以为,他们的批评意见包含着某些偏见,所以很愿意借你采访的机会,全面地申说自己的主张。

建设证券市场的企业制度基础

在证券市场的各项基础设施的建设中,我想强调的是它的企业制度基础的建设。我们知道,股票市场之所以是现代经济学所谓“公司经济”(corporate economy)的一个必要架构,是因为它具有以下的基本功能,即是通过股票转让和股价变动,实现公司资产的优化重组,并对公司经营作出评价和对经理人员进行监督。问题在于,股票市场能否实现

^{*} 这是作者就深圳《证券市场导报》特约记者张玲的提问发表的谈话。访谈录原载《证券市场导报》1995 年 8 月号。



这些重要的功能，取决于股票的市价是否反映它们的基础价值(fundamental value)，即由公司的预期盈利状况所决定的价值。所以如果真想要发展我国的股票市场，就得积极推动大企业公司化的健康发展。期货市场的情况与此相类似。期货市场，即买卖期货标准合同的市场是由现货经营者避免经营风险的需要产生的。没有期货市场，某些大规模的经营就会因风险太大而无法进行。因此，期货市场是市场经济的一项重要架构。然而，期货市场的发展要以现货市场的存在为前提。如果一种商品的流通和价格仍然处在政府管制之下，并不存在自由竞争、市场定价等机制，硬要建立期货市场是根本办不到的。即使在名义上建立了这个市场，它也只是像一个有特权和内幕消息的人可以偷看对方底牌的赌场，而与正常功能的期货市场毫不相干。我想，这也就是在一些积极主张推进中国经济的市场化改革的外国经济学家却对发展股票交易所等高级形态的市场表现得并不那么积极的原因所在。P·萨缪尔逊教授 1992 年在对中国经济改革作出展望时，曾经提出过“最重要的不是要急于建立股票和债券的交易所”这种被有些人视为十分“保守”的主张。他在回答《经济社会体制比较》编辑部就他的这一论断对他的提问时写道：“为什么我认为现在中国大陆搞股票市场不那么重要呢？事实上，市场定价的演进更为重要。股票市场这种机制在将来市场定价发展到一定程度之后就会发展起来”。“要点在于，从历史上看，有组织的股票交易往往是随着包含更多信息的那些市场——城乡交易会、商贩、零售和批发的推销等等——的发展之后才发展起来的。对 19 世纪美国的商业和生产来说，乡村银行和当铺



的重要性超过纽约股票交易所或芝加哥商品交易所。即便是如今,风险投资行业首先要探寻投资于新的厂商,然后才让这些厂商上市(即便是在场外交易市场上上市)。”

无论是发展间接融资或是发展直接融资,都要以改革现存体制为前提。如果这个前提不存在,不仅间接融资市场无法建立,直接融资市场也同样无法建立。例如,建立证券市场要以存在按照市场经济的一般规范建立和按照公认规则发行这些证券的公司为前提,而要建立这些公司,又必须根本改变现有的企业制度。反过来说,如果不改变证券市场赖以存在的制度基础而去建立“证券市场”,那将是一个什么样的“证券市场”不是完全可以预料的吗?

正如大家所知道的,在近几年“股份制改革”的实践中,有些企业匆忙改制,争先恐后上市,更有甚者,一些企业为了能够上市,拉关系、走后门,不择手段地达到目的,而置企业经营机制的转换于不顾。这种“股份化”热实质上是靠股份制改造和股票市场大搞“圈钱”运动,使股票市场成为扩大财源、个别人获利的场所,这在一定程度上扭曲和损害了我国证券市场的形象,也与 1993 年《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决议》中“实行公司制不是简单更换名称,也不是单纯为了筹集资金,而是着重于转换机制”的基本精神相违背。

公司制这种企业制度是市场经济几百年发展中历经考验涌现出来的。实践证明,现代公司的产权制度(即法人产权制度)和治理结构(即公司治理结构)是最适合于现代大工业和大商业的一种企业制度安排。在中国,建立现代公司、发行股票的尝试在 80 年代中期就已经开始。到 1986



年末，更在中央领导机关的指导下进行了全国范围的试点。但是在1986~1992年的“股份制试点”过程中，由于实际工作中的缺陷和环境条件的限制，建立起来的股份制企业并未真正实现公司法人财产的明确界定和规范的公司治理结构的建立。合乎市场经济规范的公司的阙如，使匆忙建立起来的股票交易所失去了它的基础，变得先天不足。加之当时有相当数量的商品价格还按计划经济下的办法受到行政管制，企业的盈利水平并不能反映它们的经营状况。这样一来，股票的转让价格（不论是在证券交易所上市转让还是在场外交易中转让），就完全脱离了它们的基础价值。股票也只是作为一种赌具在众“炒家”之间买来卖去，特别是在我国公司的成立实行行政审批制的情况下，建立公司、发行股票和购买股票都变成了一种特权，给部分人提供了依靠这种特权寻租的可能性。在这样的条件下，不少企业改制的目的就不在于实现企业制度创新，提高经营绩效，而是从名称的改换和分股、募股、炒股中取得某些利益。我想，这就是为什么在某些宣传的误导下一些似是而非的说法广泛流行，使许多人把实行“股份制”同上市划等号，误以为进行“股份制改革”的目的就是通过转让原始股牟利、通过发行股票“圈钱”，以及在股市上靠炒买炒卖发财。

严重的问题还在于，抛掉了企业制度创新这个基础的一环，就使1986~1992年的“股份制试点”工作在一定程度上有违改革的初衷。正是由于这种情况的存在，使股票发行和股市运作都产生了扭曲。在一段时间里我国证券市场不但没能充分发挥它的功能，反而弥漫了过度投机的气氛，基本原因就在这里。



怎样看待“过度投机”和“泡沫”现象

早在 80 年代,就有某些经济学家鼓吹在中国大力促进投机活动的发展。例如有的经济学家说,“中国投机太少,应当大力发展投机”。现在人们给投机作出了各种寓意高妙的界定,无非是要为这种观点作论证。其实经济学所说的“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,即为了以后再出售(或再购买)而不是为了使用而暂时买进(或售出)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,历来很有争议。中国社会长期存在“君子不言利”的道德训条。传统的社会主义经济学和道德观念承袭了早期社会主义的价值观,认为任何经商牟利行为都是卑下的。像投机这类不付出辛勤劳动、通过单纯买卖而获利的活动,当然是更不道德的。问题是我们评价一种经济行为的善恶优劣,首先不应当是某些道德训条,而应当看这种行为对社会生产所起的作用。所以我在 1993 年为《半月谈》杂志所写的一篇短文中,把这种看法称为“冬烘先生或教条主义者的陈旧观念”。

投机活动在市场经济中有它不可或缺的功能,这就是有助于发现价格,实现市场均衡,从而达到资源的优化配置。如果没有投机商,整个市场就会缺乏流动性,价格也无从形成。投机活动的这种功能,在两种最有条件进行投机活动的市场上,即证券市场和期货市场上表现得十分明显。例如:在股票市场上,投资者和投机者的互动,能够促使股票价格灵活地反映公司的经营状况,促进资本的优化重组



和公司治理结构的有效工作；在期货市场上，套期保值者和投机者的互动，能够实现发现价格和回避风险这两种重要的功能。从这个意义上说，投机者对于市场制度的有效运作功不可没。问题在于，投机活动正如世界上其他许多事物一样，它的有利的结果只有在一定的条件下才会发生，离开了这些条件，它就有可能成为弊大于利甚至绝对有害的东西。也就是说，只有当投机活动与投资等活动结合在一起，实现良性互动时，它对经济的作用才是积极的。单纯投机则并不能起到这样的作用，它的实质只不过和赌博一样，是钞票搬家、货币财富在不同主体之间再分配的一种“零和博弈”。从总体上说，它并不能使社会福利增加，也就是说，赢家所得只会小于（因为有各种损耗）而决不会大于输家所失。所以，想要依靠投机使一个国家或全体参与者富起来，那纯粹是一种幻想。

基于以上所说，我觉得很难同意有些经济学家所说的“市场经济就是投机经济”，投机活动越炽烈越好的观点。特别由于证券市场是一个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未来价格的预期，而且这种预期有一种“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，就越是有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和预期增强。当这种正反馈过程由于有足够的货币供应而得到支撑时，就会出现货币经济完全脱离实质经济中财富增加而膨胀的现象。当整个经济中充满了并不反映物质财富的空气时，这个经济就被称为“泡沫



经济”。在气泡膨胀时,财富好像普降的甘霖,倾泻而下,凡人入市者都发了大财。然而,那些以亿万计的财富只是存在于纸面上,气泡毕竟是气泡,它终究会破灭。当气泡吹到了顶点,没有更多的有购买力的需求入市购买,价格下落时,又会出现下行的正反馈振荡,急速“崩盘”。“泡沫经济”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,引起极大的波动,无论是气泡急剧膨胀还是迅速破灭,都对社会经济生活造成严重损害。

上面所说的这类“狂热投机”、“泡沫经济”、“金钱游戏”或“股灾”,史不绝书。在市场经济形成的早期,出现过1719~1720年以英国南海公司通过股票炒作进行金融诈骗而得名的“南海泡沫事件”(South Sea Bubbles)和法国以约翰·劳利用密西西比公司股票炒作而得名的“密西西比泡沫事件”(Missisipi Bubbles)。

20世纪20年代在美国出现的股市的空前繁荣,被称作“吼叫的20年代”。正如萨缪尔逊在他的《经济学》教科书里描述的,当时的家庭主妇、课余时间的大学生和火车乘务员等都在炒股票,而且在公司股票每天可能上升10%的情况下,人们尽可用年利百分之几十的高利率从银行得到贷款来炒股。这样,气泡吹起来了,但好景不长。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。1929年美国股市的崩盘宣告了资本主义世界性大危机的开始。虽然在罗斯福“新政”的影响下股市于1933年开始复苏,但道-琼斯工业股票指数一直到



1955 年才恢复到它在 1929 年的水平。

近年来，日本、我国台湾地区经济受到过狂热投机的巨大冲击，我国香港特区等地也屡遭“股灾”，受到很大的损失。

在讨论我国目前证券市场问题时，有些人还将股市的冷热和改革连在一起，认为支持股市升温的人就是“改革派”，主张严格市场规则、防止泡沫经济的形成及其不可避免的破灭的则是“保守派”。

首先，我不赞成在经济问题的讨论中乱戴“改革派”、“保守派”之类的政治帽子，并将它作为证明自己的观点正确的论证手段；更难同意把是否支持股市热炒、期市豪赌作为划分“改革派”、“保守派”的标准。

为了分辨什么样的观点才真正有利于改革，首先需要弄清楚的是，市场经济要求什么样的证券市场。把证券市场看成是资本主义的洪水猛兽，从根本上否定在我国建立证券市场必要性的人固然难于摆脱“保守”的评论，但是，也并不是任何信奉“股市炒作越热越好”的格言，或者在股市变淡时倡言“要救改革就得救股市”的人就是确定无疑的“改革派”。前面我已经说过，由于证券市场能够促进整个市场制度的有效运作，所以，它是市场经济的必要架构。然而，只有在一个健康的证券市场上投资者和投机者之间、保值避险者和投机者之间的良性互动，才能实现证券市场的上述功能，入市者也才可能得到与他所承受的风险相对称的收益，国民经济的繁荣也才有保证。我认为，作为一个改革者，应当竭尽自己的努力，促进证券市场朝着这样的方向发展。如果不是这样，而是在“保护改革成果”的旗号下，力



求保持我国证券市场目前存在的混乱状态,使极少数人得以混水摸鱼,那对什么人有利呢?十分明显,保持这种混乱状态,对整个国民经济的发展是不利的,对广大股市投资者也是不利的。即使那些在股价飙升时发了点财的人,由于“气泡”迟早是要破灭的,他们也不一定能够逃脱在股价急挫时被“套牢”乃至破产的厄运。在混乱无序的市场中唯一能够得利的,是少数像《子夜》中的赵伯韬那类靠其权势或者财力足以操纵市场,或者其他不担心受到法律惩罚的“巨头”。这种只有利于极少数人而损害大多数人利益的行为,难道也能叫做“改革”吗?

有人认为,过度投机虽然有消极的结果,但在泡沫形成初期,由于它能使相当一部分人发财,因而有促进工业化“原始积累”的作用。这种说法并不确切。在我国改革的早期阶段,曾陆续地发生过局部性的“疯狂的君子兰”一类气泡现象。虽然这类风潮波及的范围不大,但也因在投机活动中少数人暴富和多数人上当受骗而造成某些经济和社会问题。90年代初期以来,中央银行曾执行扩张性的宏观经济政策,大量向国民经济注入货币,由此导致了巨额游资的形成;加之金融改革滞后,向实质经济投资的渠道极少而且很不通畅,作为国民经济主导部门的国有企业的经济效益又很低,投机活动的短期盈利极高;于是巨额游资就涌向投机活动寻找出路。相对地超前于实质经济部门和基础金融部门改革而迅速发展起来的证券市场、房地产市场和期货市场上投机活动盛行,几乎没有投资活动和套期保值活动存在的余地。我们知道,在美国的股票市场上,近年来年平均换手率由前些年的15%左右(即六七年换手一次)下降到



50%左右(即两年换手一次),被人们看作美国股市投机性增大和投资者行为短期化的表征。而在我国的证券市场上,可流通股票在1993年平均几天就换手一次,个别股票竟然能一天换手好几次。由此造成了股价大起大落,经济泡沫化等消极后果。世界上多数股票市场的市盈率不超过20倍,一般都在十几倍以内,而上海股市竟高达100~200倍,深圳股市也长期维持在60倍左右,使一些股票丧失投资价值。只是从1994年初起,股价才有所回落。在泡沫经济中,投机活动可以获得年率50%、100%甚至更高的回报。这种情形把巨额社会资本引向投机活动;由于相对于从事投机活动来说,从事工商业的机会成本过高,使实质经济的成本不断攀高,企业资金严重短缺,从而妨碍物质生产部门的发展;将各行各业的各类人员都吸引到投机获利上去,败坏了社会风气,滋长了腐败行为。

还有论者认为,我国证券市场事属草创,“有总比没有好”,而且新生事物总免不了有缺点,不应求全责备;要求股市没有泡沫,或者禁止过度投机,只会使证券市场萎缩。我对于广大的证券市场参与者,包括合法投机者投身于新兴市场、敢于承担风险去获取盈利的企业家精神,怀有真挚的敬意。但是,运动员是否具有旺盛的进取精神同竞技场是否具有严整的规则和良好的秩序是两件不同的事情。我的批评所针对的是我国证券市场目前出现的违规行为屡禁不止、投机活动几占压倒优势这种不正常状态,并不涉及对个别市场参与者行为(包括投机行为)的估价,更谈不到“禁止投机”的问题(在我看来,就单项交易活动而论,是否“过度投机”根本无法判断,是否要加以“禁止”就更无从谈起)。



我所要指出的是,当投机活动在市场上占了支配地位的时候,必然导致气泡的生成乃至整个经济的“气泡化”。“泡沫经济”不仅对社会造成很大的损失,而且也给证券市场的发展本身造成严重危害。除了对整个经济的冲击外,主要的危害表现在:

首先,“泡沫经济”吞噬创业精神。我国台湾地区股市在1986~1987年期间突然升温,开户人数从1986年的47万户猛增到1990年的460万户,几乎每一户居民都开设了账号专炒股票。其间虽有两次崩盘,都没使台湾社会和投资者警醒。直到1990年2月,股指在直冲12600点后出现大崩盘,造成了惨重的损失,特别是精神方面的损失,几乎变得很难恢复。1993年大陆经济学家访问台湾时,曾经长期主持台湾经济的孙运璿先生向我们痛心疾首地指出:台湾经济的繁荣是无数业主胼手胝足,辛辛苦苦地干出来的,但80年代后期的这场金钱游戏毁掉了人们的艰苦创业精神,使台湾变成了一个“笑贫不笑娼”而没有向上精神的社会。在泡沫财富的诱惑下,每个人都梦想在一夜之间成为巨富,再没有人愿意朝九晚五地辛勤耕耘。他说,这样的社会是十分危险的。对于台湾同胞的这种痛苦经历,我们难道不应当引以为鉴戒吗?近年来,有些地方相当多数量的干部职工醉心于炒股票、炒地皮、炒期货、炒外汇,腰里别着中文机,眼睛盯着行情表,心里老想应当抛出还是买进,哪里还有心思去考虑生产和工作。也有一些国有企业靠炒地皮、炒股票来弥补工商业亏损。与权力经商一样,如果炒作可以赚大钱、发横财,谁还会去艰苦创业呢?

其次,泡沫经济哺育阻碍改革的社会力量。在泡沫经



济中,某些在狂热投机中获得利益的人们会力求阻止“气泡”的消失;而一些尚未在泡沫经济中获得利益的人们又会将自己很高的期望值即发财致富寄托在“气泡”的吹起中。弄得不好,这两部分人就会成为主张保持市场的混乱状态而反对建设规范的市场经济的力量。张宇燕先生在 1994 年《经济社会体制比较》杂志的一篇文章中讲到,利益集团形成后,会对决策者施加影响;而当决策者本人也是利益集团中人或受到压力集团的影响时,决策失误就难以避免。目前靠炒卖投机活动维持高收入的人不在少数,他们中间不能从国家民族的利益(也是他们自己的长远利益)着想的人也会尽力保护自己的既得利益。如果某些从事与股票、期货有关的行业,把给股东回报的希望不是寄托在努力改善经营质量而是二级市场运作上的上市公司人员,甚至某些官员,都把自己的利益与“气泡”连在一起,就会形成某种压力集团。在过热的证券市场向正常状态过渡的艰难历程中,他们会打着“保护股民利益”的旗号,向政府施加压力,要求采取措施托起正在降温的泡沫经济,例如在通货膨胀压力很高的情况下要求放松银根,增加货币供应,哪怕最终会洪水滔天,造成恶性通货膨胀也在所不惜。

第三,泡沫经济会使投资者失去对证券市场的信心,从而阻碍后者的发展。有些人认为,热炒的证券市场虽然有一定的负面影响,但是好歹能为公司经济和资本市场开一个头,推动它们的进一步发展。其实,气泡虽能喧腾于一时,但迟早是要破灭的。气泡的破灭会使投资者丧失信心,从而使证券市场长期一蹶不振。1719~1720 年间英国金融投机狂潮中的利润争夺,导致英国国会在 1720 年通过了



《取缔投机行为和诈骗团体法》(即 *Bubble Act*, 气泡法)。在晚些时候,当泡沫经济崩溃后,刚刚兴起的合股公司(joint-stock company, 即通常所说的“股份公司”)在社会上被目为进行金融欺诈的团体,处境维艰。虽经工商业者多方面的努力与抗争,直到 100 年以后,英国国会才正式废止了“气泡法”,然后于 1844 年通过第一部《公司法》,使公司制度得以确立。在法国,情况也与之相类似,在 1720 年约翰·劳的“密西西比公司气泡”破灭以后,在整整一个世纪的时间内,人们把购买股票视为畏途,大大延缓了公司制度和证券市场的发展进程。

在 80 年代中期的日本,由于中央银行(“日银”)在“广场饭店协议”和日元升值后为支持景气而采取了扩张性的货币政策,致使大量游资生成并拥入证券和房地产市场,推动了股票和房地产的投机狂潮并形成了泡沫经济。到 80 年代末,因土地、股票升值使这类资产总值增加到 485 万亿日元,超过了当年的国民生产总值。但好景不长。1990 年股市开始下跌,1992 年 8 月 18 日日经股价指数连续跌破 2 万点和 1.5 万点大关后,又跌至 1.4 万点,超过 1929 年股市狂泻的纪录,股票市价总值由 600 万亿日元骤降至 270 万亿日元。房地产市场也接着崩溃。泡沫经济的破灭,导致日本战后最严重的经济衰退。事过 5 年之后的今天,日本经济,包括它的金融市场,仍然处于困境。近日中国记者发自东京的报道说:气泡的破灭,使银行和非银行金融机构为投机活动输血放出的大量贷款成为呆账、死账。据统计,直到目前为止,日本的银行和借贷机构拥有的呆账超过 100 万亿日元,其中回收无望的达 40 万亿日元。“此间舆论指



出，呆账已成为威胁日本金融业的毒瘤。”我国报纸在登载这一报道时所加的标题是：“呆账一大堆，资金转不动：日本金融界面临二战以来最严重的危机”^①。战后初期韩国证券市场的发展也有过类似的曲折经历。以史为鉴，难道我们不当从别人的经验中吸取一点什么有益的教训吗？

什么是政府应尽的责任

有的经济学家和经济界人士提出一个论点，说是 1993 年末以来股市低迷，损害了股民的利益，必需由政府托市救援。目前股票市价不但从最高点下降大半，使在高价位上购入股票的股民血本无归，而且某些个股跌破了发行价乃至每股净资产值。在这种情况下，如果政府不采取政策措施救市和托市，就是没有尽到保护广大股民的利益的责任。这也是一种似是而非的说法。

在我看来，切实保护广大入市者的利益，是股市监管的一项基本原则，也是政府的一项重要责任。问题是怎样保护他们的利益。市场交易是市场主体在自己主权范围内采取的自主行动，政府不能对它的后果负责。政府的职责，只在于设定规则，维护秩序，保护一切公民的合法权益和保持宏观经济的稳定。证券市场中分散的中小投资者（所谓“散户”）往往是相对弱势的集团，他们的合法权利尤其需要得到保护。现在有一种舆论，认为在气泡不能维护、股价剧降时，政府应当救市。只有这样，才是“保护股民的利益”。所

^① 参见《解放日报》1995 年 8 月 18 日。



以在 1994 年上半年股价下降,市盈率由 70~80 倍降到 30~40 倍时,就有几位经济学家大声疾呼,“股市是改革的产物,要救改革,就要救股市”,强烈要求停止批准新股上市,停止进行国家股、法人股和个人股并轨以及 A、B 股并轨,要求政府推出救市、托市的措施,使股票市场“再现辉煌”。而对于另一些经济学家提出的“逐渐放掉泡沫中的空气”、“增加绩优股上市”、实现“非流通股”与“流通股”并轨、“发展基金等金融组织”以及“规范股市”、“加强监管”等对策,则斥之为“不顾股民利益”的下策。有些股民也以为提出前一种主张的人是他们的利益的捍卫者,后者却似乎有意与他们作对。其实在我看来,这种看法是一种为某些蛊惑性言词所迷惑而得出的错误结论。因为前面一种主张的实质,乃是在畸形气泡市场上的高股价不能维持时以牺牲股市的逐步规范化这一一般投资者的根本利益为代价,动用国家掌握的财力来为气泡充气,补偿那些在高价位上购入股票、而在股价下降时被“套牢”的人们的损失。且不说这种用公共财力去弥补部分人的营业损失的做法是否合理,就以它能否真正维护股民利益而论,看来也不是一种值得采取的办法。根本的问题在于,世界上不可能有长久维持不破的气泡;也没有哪一个政府具有让股价只升不降、气泡只胀不缩的本领。我国股市自 1993 年以来,管理当局曾多次采取过“救市”、“托市”措施。它们的效果如何,是有目共睹的。难道我们还需要试了再错,错了再试,以至无穷么?

在市场经济中,货币系统与实质经济相脱离的现象是经常发生的,因此,某些“气泡”的出现也不可避免。问题是



当出现“气泡”现象时，负有维护社会公正，保护广大股民利益责任的有关当局是应当采取见微知著、防患于未然的态度，防止事态的进一步发展，还是给已经过热的证券市场火上加油，以致演化成泡沫经济并最终导致“气泡”破灭的大幅度波动，至少是背上了维持金钱游戏只兴不衰这种力不胜任的责任，使自己进退维谷，陷于被动呢？我想，明智的选择恐怕只能是前者而不会是后者。

对于什么是当局在股市波动中的责任，我们似乎可以在台湾人士对台湾金融市场大波动中当局的表现所作的议论中得到某些启发。90年代初我国台湾地区气泡经济破灭，证券市场崩溃。开始的时候曾经发生过股民示威游行，要求当局挽救市道的事情。这时，台湾地区的一些学术机关和大众传媒组织了对于金钱游戏破产的前因后果的深入研究和讨论。他们中的多数人认为：气泡经济在90年代初的破灭，是80年代不正常的金融市场运作的必然结果。所以不能就事论事，而要追根溯源，探究产生问题的本原。在台湾地区由低收入经济进入中等收入经济以后，人们收入渐丰，70年代和80年代的社会储蓄率高达30%~40%，货币资金大量积存。然而由于投资渠道不畅，金融能力涵盖不足，产生了“钱满为患”的问题。银行由于闲置无用的超额储备过多，不愿接收存款，便对存款设置障碍，降低利率。1985年11月，银行存款利率降至历史最低点。广大居民一面虑及通货膨胀，一面虑及以后生活的保障，力图寻求比银行储蓄更为有利的理财渠道。可是他们处境可谓进退维谷。在当时的台湾岛，银行以外的投资场所，一是平民百姓不敢涉足的走私、贩毒、偷渡等超高暴利行业；二是“合法掩



护非法”的股市、投资公司、期货公司以及赌场、“六合彩”等古老形态的赌博行业。在二者之间,平民百姓只能选择后者。再加上当时人们的投资观念普遍着眼于短期致富的投机行业,以及历年来社会发展偏重经济,忽略文化教育、道德建设,造成功利主义盛行,使“金钱游戏”得以狂热发展。与此同时,在证券市场上又普遍存在着台湾同胞所称的“违法脱序现象”,诸如人为操纵股票价格、公然从事内幕交易、违规交易频频发生、市场自律严重不足等等。在这样混乱的市场上,即使在泡沫吹起的过程中,实际上也是少数权势者成为亿万巨富和广大随利逐流者沦为“新贫阶级”的财富再分配。到了泡沫崩溃时,连那些在泡沫吹起时发了一点小财的人,也发现那些纸面上的财富只不过是镜花水月,大多数入市者血本无归,有些人还落到倾家荡产、卖身自赎的悲惨下场。经过一番深入分析之后,台湾地区有识之士和负责任的大众传媒得出了这样的结论:当局在这一事件中应当承担的责任和主要错误,不是在泡沫破灭后没有注入资金、模糊规则和放松监管,反而对形形色色的“地下期货公司”、“地下投资公司”和证券市场上的违规交易进行取缔和惩治;而是它们在普通百姓投资无门和“金钱游戏”兴起时无动于衷,对某些巨头采取诈骗手段、进行违规交易熟视无睹,对社会上弥漫着有违中国传统道德的腐朽观念听之任之,只是等到“高层人士”已经“出金”(把资金抽走)以后,当局才采取较为坚决的措施对那些违规违法的金融组织进行处理。他们把问题集中在整个过程中“公权不彰”上,也就是说,掌握着公共权力的当局在造成金融游戏局面的过程中严重失职。我想请不怀偏见的人们冷静地思考一下,



上面的两种分析中，到底哪一种看法更有道理。

在这里，我想对我们的普通股民进一言。证券市场的确是有胆有识、勇于承担风险的投资者大显身手的场所；但是，也不免有人阴谋设局，引人入网，或者力图把水搅浑，以便自己混水摸鱼。所以，每一个入市者必须学会保护自己。但是，为了保护自己，首先得清楚地知道什么是自己的真正利益所在。为此，就需要学习有关市场经济和金融的基本知识，这种知识能指导你既大胆又谨慎地行事。否则，就很容易被某些蛊惑人心的宣传所误导，落入圈套，结果是“人为刀俎，我为鱼肉”，后果如何，十有八九是很不理想的。所以当我看到一报刊文章指责主张在我国建设健康的证券市场是“不顾普通股民利益”，鼓动人们盲目入市、大胆投机时，我总是不由得想套用伏契克说过的话：“人们，我是爱你们的，你们可要警惕啊！”

应该采取哪些具体措施

根据以上的论述，为了促进中国证券市场的健康发展，显然应当采取一系列正本清源的措施。目前股市正处在从狂炒过热的不正常状态转向正常状态的痛苦调整过程之中。我们要做的，绝不是用政府托市、救市行动重新把“气泡”吹起来，再造虚假的繁荣；而是要采取切实的措施，妥善地、以代价最小的方式实现向良性市场的过渡，建设健康的证券市场，为投资者开辟通畅安全的投资渠道，为企业家创造广阔便利的融资天地，为我国市场经济创设能够促进稀缺资源有效配置的证券市场架构。



我国证券市场出现的不正常现象和弥漫着投机气氛的原因大致有以下几点：

第一，由于企业改革尚未到位，相当一部分企业，包括在“股份制试点”过程中建立的许多上市公司经济绩效不高，而且发行市场（一级市场）和流通市场（二级市场）的价位太高，使从事长线投资机会成本过高，具有趋利特性的资本只好流向短线炒作，从投机中获利。

第二，相当一部分“大户”属于产权不明晰的国有“企业”。这类国有单位由于所有者缺位和治理结构不健全，对授权进行市场操作的人员管理松弛，使某些内部人员得以用国有资金进行豪赌。在没有风险约束（说到底是产权约束）的条件下，反正赌赢了是自己的（或者是“小金库”的），赌输了有国家兜着，赌局便越做越大，大大增加了市场的投机性。

第三，证券交易机构未能从维护大多数证券商的利益和广大投资者的利益出发，以保证公平竞争和减少风险冲击为目标，而往往为了本位创收的利益追求交易量的扩大，于是放松对规则的维护，甚至纵容恶炒。

第四，法治不健全、规范不严密和监管不严。这既表现为对信息披露等保护投资者的制度执行不力，也表现为对内幕交易、操纵市场等违规和舞弊行为的处理不严。这种情况使有些人越发肆无忌惮。

第五，证券商、证券从业人员和其他有关人员（如大众传媒的工作人员）缺乏必要的职业素养和自律。

针对这些问题，我们首先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



律规章、基础的支持系统，使投机活动被约束在一定范围内和建立在健康的资本市场活动的基础上。同时，要对居民进行市场经济的 ABC 教育，尤其要使广大的股民充分认识到股市的“非完全市场”的特性，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，以避免大的损失。

要克服目前证券市场存在的混乱状况，可供选择的办法有两种：一种是哪个市场出了问题就把那个市场关掉，这无异于回到过去计划经济的做法。这当然是不可取的。我赞成采取积极的态度处理证券市场目前存在的问题。拿期货市场来说，在现在不少品种的期货市场已经开放的情况下，我认为虽然存在不少问题，但宜于采取主动积极的措施加以疏导，而不宜于消极取缔。现在许多大宗商品的期货市场已经关闭，只剩下一些小的品种像绿豆等在做试验。我觉得这种做法值得斟酌。因为对这些小宗商品来说，通过期货交易保值避险的意义并不大；相反，由于它们的市场容量很小，少量的投机资本就能将它们“拱动”，抑制投机的难度反而加大。在中国市场经济已有一定程度发展的今天，为了给粮食、食糖等大宗商品现货的生产者和经营者提供一定的避险机制，开放期货市场就显得十分必要。当然，所谓开放粮食等大宗商品的期货市场，并不是说放开交易活动就行了。要想真正建立比较规范的期货市场，还必须下大力气创建能够保证它们正常运转的基础性条件。例如，目前我国有相当一部分商品粮食的购销仍然受到严格的行政管制，这部分商品粮的价格由政府规定，这样，就不具备期货市场正常运作的基本条件。如果不加快改革，改



变粮食购销体制,放开现货价格,把粮食部门改造成经营粮食等商品的商业企业,如果不具备这些条件而放开粮食期货市场,只会给那些拥有垄断权力和有可能获得内部信息的人提供用不正当手段宰杀民商小户、巧取豪夺的大好机会。

我认为,应该用市场的方法来解决目前我国证券市场存在的问题。在宏观经济方面,宜于采取谨慎稳定的货币政策和其他宏观经济政策来保持宏观环境的稳定,以避免证券市场的巨大波动。在这方面,有些国外经验也是可以借鉴的。例如美国经济在 1993 年末出现了某些过热的征兆(包括股市市盈率上升到 20 倍左右),货币当局——联邦储备委员会发现这方面的问题以后,力排众议,在往后的 12 个月中通过 7 次调整,把利率提高到适当的水平,实现了“软着陆”。

除了宏观经济环境的改善外,我们还应当从多方面下手:

首先,加快经济体制各方面的改革,给证券市场的发展提供基础性的体制前提。其中,最重要的是国有企业改革。只有加快国有企业的改革,明晰了产权边界,改善了企业经营和提高了企业效率,才能使上市公司的股票具有投资价值。同时,公司产权的明晰和公司治理结构的确立,也有利于制止企业有关人员用公司的资本在投机市场上进行投机赌博这种目前广泛存在的做法。

第二,力促金融改革早日到位。资本市场必须以货币市场为基础和依托。只有加快银行改革,实现专业银行商业化、商业银行多元化和利率市场化,才能改善金融秩序,为资本市场的发展奠定基础。此外,应当发展多种多样的



银行和非银行金融组织，信托、代理居民从事投资活动和把目前大量存在的游资引向实质经济投资。这样，既广开了投资渠道，又堵住了某些投机资本巨头用从国家银行流出的巨额货币在证券市场上兴风作浪的漏洞。

第三，加快证券交易立法，严肃对证券交易机构和证券经营单位的规制和管理。证交所是由会员组织起来的证券交易中介机构，它应当在证监会和全体会员的监督下恪守“公平、公开、公正”的原则，而不应有“自己的”牟利动机，对证券商也不可以有亲疏之别。股票上市应当改变行政性的规模控制和行政审批的做法，根据股份有限公司的资产和组织状况、近几年的绩效，由证交所核准上市。同时要严格监督上市公司向社会公众披露信息的情况，制止证券交易中的各种违规活动。证券商本身也要改善经营和加强自律。

第四，各级政府和有关机构的方针要明确，行为要端正。所谓方针要明确，就是我们建立证券市场的目的，只在于为市场制度的有效运作提供一个重要的架构。发展证券市场只能服从于这个目的。所谓行为要端正，是说要按市场经济中的政府行为准则办事，既要防止用计划经济的办法来对待证券市场，动辄进行行政干预，又不能放松对证券机构和交易活动的监管，更不能助长过度投机，庇护违规人员。目前还有不少政府机构“挂靠”的金融机构，并没有真正与原属上级机构在财务上、人事上完全脱钩，成为独立的法人实体。这种做法是违背市场经济的基本原则和我国政府的有关规定的，必须坚决加以纠正。

此外，社会各界包括大众传媒、经济和金融评论家也要



齐心合力促进我国资本市场的健康发展。要给人们以确切的知识、正确的思想和切实的投资指导,不要让一些似是而非的“理论”流传,误导群众。



吴献璜：十年纷纭话股市

香港 1995 年冬资产市场 形势和对策

在 1995 年冬季去香港参加清华大学和香港城市大学合办的一次国际学术研讨会的时候，我曾与一些金融界人士和经济学家讨论香港和内地的宏观经济问题。当时内地的经济情况是，从 1993 年夏季起采取的抑制通货膨胀和稳定经济的措施开始收到效果，物价涨势趋于回落。香港经济中的泡沫成分也有所收敛，房地产和股票价格从 80 年代末期的高价位下降。于是，在内地和香港同时出现了一种相近的主张，认为中国应当转而采取扩张性的货币政策，放松银根。这样做，可以支持内地经济的景气回升，也有助于在香港回归前夕创造出一种繁荣气氛。我对这种主张是不以为然的。这是因为，当时内地物价涨势刚刚开始回落，货币供应量的增长速度还大大高于正常水平，如果过早地改变政策，放松银根，将不可避免地使通货膨胀再起和扭曲的经济结构复归。而在香港，虽然房地产价格有所下降，但经济中的泡沫成分并未完全消除，而且在钉住美元的固定汇率制下的港币币值虚估也是一个明显的事实。在这种情况下，如果将气泡重新吹胀，其结果只能是为日后崩盘准备条件。考虑到再有 19 个月香港就要回归，这样做在政治上是



否明智更是值得怀疑的。这时,我看到了李山君发表在《亚洲华尔街日报》上论述中国宏观经济政策的几篇很有见地的文章,反对采取扩张性的货币政策,主张在大体保持当时的宏观调控力度的条件下改善宏观调控方法并加快国有企业改革。作为世界著名证券公司执行董事的他,发表这种和国内“炒家经济学”很不相同的意见,不能不引起我的注意。同时,对照国内报刊上流行的某些颇具“票房价值”、却在经济学上完全不正确的宏论,这些文章在作分析时表现出的经济学功底也引人注目。我认为这些文章都很值得一读。这倒不是因为它们的所有具体结论都百分之百地正确,而是因为:(1)它们不是靠杜撰经济学含义不明的概念和使用哗众取宠的语言给人以似是而非的满足,而是运用规范的经济语言和可靠的分析手段进行切实的分析,作出自己的判断。(2)它们不是从某个社会集团的狭窄经济利益出发,鼓吹实行偏畸的政策,而不顾长远的后果,而是从经济发展的全局出发来讨论问题,提出利民利国的政策建议。由于有这样的特点,它们不但能够在经济问题的剖析上给人以启发,而且具有匡正经济学学风的意义。

(摘自作者为李山、李稻葵合著《中国经济时事评析》一书所写的序言,中国社会科学出版社 1998 年 3 月第 1 版)

近两年来,作为香港经济支柱的房地产和证券市场一改 80 年代末期的火爆行情,价格下泻,导致整个市面萧条和失业人口增加,我国政府目前的政策是对保持港币币值稳定作出承诺,并采取多项措施支持景气复苏。

据我所知,对于 1997 年到来以前采取这样的政策是否



明智,我国经济学家和驻港人员中部分人不无怀疑。这种怀疑是否有道理,取决于对于香港经济当前状况和今后走势应当作出何种判断,以及对 1997 年以后我们支持香港行情的能力的估量。

80 年代后期,各发达国家市场经济普遍发生经济“泡沫化”,即股票、房地产等价格飞涨、市值成倍超过实际价值的现象。到了 90 年代初期,日本、我国台湾地区等泡沫经济纷纷破灭,香港可能是唯一的例外,香港之所以能够做到这一点,其原因主要是有大陆地区源源不断的输血(每年有上百亿美元的大陆资本流入香港)和大陆用自己的物质财富置换香港经济中的泡沫成分(香港发行的纸币有 30% 以上流入大陆)。因此,为了作出正确的决策,首先需要回答的问题是:当前香港经济还有多少泡沫成分,由此进而判断 1997 年以后作为香港的负责当局,我们将会面临什么样的经济形势,并估量我们维持香港繁荣的能力。据有的驻港人员估计,现在香港楼价仍有 30% 以上的虚假成分。而且,近年来香港在高达 10% 左右的通货膨胀率的条件下维持与美元 7.8:1 的固定汇率,港币币值虚估成分也相当大。如果这种判断是正确的,则我国政府在 1997 年 7 月 1 日以前采取支持香港市场行情的政策和承诺维持 7.8:1 的固定汇率,虽有近期的政治好处,但将承担 1997 年以后用大量内地资源充填香港经济泡沫,以维持其繁荣的风险。这是一个当前必须预为之计的重大问题,不能不全面地加以研究。

(摘自 1995 年 11 月 10 日作者致有关人士的信)



加大内部监管力度^{*}

在今年及今后相当长一段时期内,关于规范和完善中国的证券、期货市场,目前的关键问题并不在于证监会的监管能起什么作用,而在于以下两点:

一是要着手建立证券、期货市场的基础,积极加快现代公司制度和现货市场的建设。股票市场的基础是正常运作的上市公司。如果没有一个正常运作的上市公司,就不可能有正常的股票价格。如果一个公司名义上是上市公司,但其行为根本不是上市公司应有的行为,那么,股票价格就没有基础。1986年至1993年间的“股份制改革”,最大的毛病就是只注重炒股票,而没有在企业制度建立上下功夫,舍本逐末,留下了很多后遗症。同样,期货市场的基础是现货市场,没有发达的现货市场,就不可能有期货市场。二是要大力加强内部监管。巴林事件后,各国都在总结经验教训。值得注意的是伦敦经济学院资本市场小组得出的结论。该小组囊括了国际上著名的资本市场专家,他们认为外部监管的作用是有限的,内部监管才是主要的。巴林事件出现

^{*} 这是作者在1996年3月接受《每日证券》记者采访时发表的谈话,载该报1996年3月10日。



在新加坡，新加坡的监管之严，众所周知。问题在于巴林银行内部监管有问题，其内部的公司治理结构有问题，所有者未能管住经营者，高层经营者未能管住低层经营者，低层经营者未能管住操作人员。其教训是异常深刻的。

目前在中国，内部监管首要的问题还不是在正常的所有者与经营者分离的情况下的监管，而是要弄清楚谁是资产的所有者，并要使所有者到位。目前，一些国有企业的老总们之所以愿意在期货市场上做一些高风险的投机，而不愿做套期保值，一个很主要的原因在于风险与收益的不对称，赚了钱是个人或者小金库的，赔了是国家的。从概率来讲，投机应该是赔多赚少，但为什么中国有那么多机构赔了，投机却越做越大呢？关键在于公司内部制度上有毛病。这个问题很不简单，涉及到整个国企改革。只有在所有者到位并建立起了所有者与经营者之间的相互制衡关系，证监会的监管才会真正发挥作用。

当前可能有两种思想倾向会干扰证券市场发展：一是计划经济观念；另外一种观点就是希望市场混乱，以便混水摸鱼。对此，也应注意防止。



经济泡沫问题^{*}

除金融压制外,当前我国金融市场存在的另一个问题,是在金融市场上出现了经济气泡和局部的泡沫经济(bubble economy)。

在海外同行的提醒下,我从1992年开始注意观察和分析我国金融市场上出现的气泡现象,同时提出,在中国也要防止出现气泡经济。我的这些看法受到某些人士的指摘,认为这是一种为反对建立资本市场设计出来的新说辞。其实,“气泡”和“泡沫经济”并不是新近出现的用语。早在原始市场经济的重商主义时代,当1720年英国的南海公司和法国的密西西比公司金融诈骗事件发生以后,就出现了“南海泡沫”(The South Sea Bubble)和“密西西比泡沫”(The Mississippi Bubble)的词汇。谓予不信,查查经济学辞典就可以知道了^①。近十年来,一些发达国家的经济气泡化的问题又变得严重起来。特别是气泡的必然破灭对整个国民经

^{*} 本文摘自作者1996年4月在国务院发展研究中心所作的一次学术报告:《我国金融市场形成的两个问题:金融压制与金融泡沫》,原载《经济社会体制比较》杂志1997年第2期。

^① 例如,1987年出版的《新帕尔格雷夫经济学大辞典》(经济科学出版社1992年中文版)就列有“气泡”和密西西比泡沫的肇事者“约翰·劳”的专条。



济所造成的严重后果，引起了人们对泡沫现象的极大关注。在泡沫生成的时候，发财好像一下变得十分容易，人们沉浸在投机狂热之中。可是气泡总归是要破灭的，一旦气泡破裂，许多投机商和企业陷入破产境地，对经济的冲击很多年都缓不过来。例如，日本从1990年气泡经济破灭，一直到现在也还没有从衰退中恢复过来。台湾地区在80年代后期人均GNP达到8000美元的时候，遭到了第一次泡沫的袭击。由于人们的收入增加很多而投资渠道不畅，愈来愈多的人参与彩票、股票、期货等投机活动，金钱游戏愈演愈烈，把台湾岛搅得昏天黑地，后来在1990年突然崩盘，使万千股民血本无归。1993年，正在许多报刊大肆吹捧墨西哥的经济奇迹时，美国经济学家却声言，墨西哥金融市场正像其他一些地方的金融市场一样，是人为吹起的气泡，孕育着崩溃的危险。1994年12月，墨西哥金融体系就崩溃了。接下来是美国加州奥兰治县(Orange County)和英国老牌的巴林银行因投机失败而破产，再接下来又是日本的几家住宅信用合作银行直到大和银行的金融舞弊事件。在中国大陆，也跟国际金融市场一样，“地震”连绵，各种金融丑闻不断发生，诈骗规模一个比一个大。

对于金融市场的这种状况，不少人试图作出科学的分析。根据古典经济学的分析，从根本上说来，推动生产发展的最主要因素，是分工的深化。在这种具有广泛分工的社会化生产中，属于社会不同分支的人们必须互相交换自己的活动，即完成各种交易。而交易是要付出成本的。为了减少不确定性和交易成本，人们作出了各种制度安排。但新设立制度本身往往又带来新的不确定性，需要建立新的



制度来加以克服。例如金融活动的扩展对经济发展中物质生产部门的绩效具有决定性的影响,但货币和金融业的出现本身就内含着一种可能性,即货币系统脱离实际系统而无限膨胀。商品期货是为了降低不确定性,让工商业能够通过套期保值降低风险,但期货市场这种理论经济学所说的“不完全市场”,又会带来新的不确定性。为了降低这种不确定性,出现了期权交易,但是,期权交易再一次引出新的风险,70年代末出现了金融衍生商品如金融期货交易。金融衍生商品离开物质生产部门就更远了,也产生了新的不确定性。金融部门以及整个“交易部门”(D·诺斯语)就比物质生产部门的扩张快得多。这是一个螺旋式上升的过程。它带来整个金融体系的不稳定。近年来,这个问题显得非常突出,引起了各国政府和货币当局的高度关注。但是它究竟是怎么一回事,以及如何从根本上防止“股灾”一类金融灾难的发生,迄今为止好像还没有人能够说得清楚。比较多的人能够取得一致的是:(1)证券市场、期货市场等具有不完全性质的市场不存在一个有帕累托效率的均衡点,容易出现哄抬价格的泡沫现象。(2)扩张性的货币政策往往是泡沫生成的外部条件。(3)政府对经济生活的直接介入,往往是泡沫经济的触媒,无论是18世纪英法两国的泡沫事件还是近年日本的金融丑闻,背后都有政府权力的影子。(4)由于泡沫或迟或早、必不可免的破灭会造成巨大的资源损失,宏观经济当局应当积极设法防止泡沫经济的生成,或者在泡沫生成后努力防止突然崩盘造成灾难性的后果。

我国是在从计划经济到市场经济的转轨还没有实现的



情况下面对经济泡沫问题的。在这个历史阶段上特别容易出现过度投机和经济泡沫,一个重要原因是国有企业产权不明晰和“所有者缺位”。这种情况使企业领导人和证券业务的操作人员行为失当。我们知道,直接操作证券交易的业务人员往往倾向于从事高风险的投机活动,原因在于他们在盈余时能够得到提成的奖励,却不承担亏损的赔偿责任,因此,在他们身上,经营活动的风险和自身收益是不对称的。之所以在企业内部要对操作人员的业务活动作严格的监管,道理就在这里。1995年我在英国时访问过伦敦经济学院的资本市场小组。这个小组据说囊括了一大批第一流的金融市场专家。据那里的研究人员向我介绍,他们的市场监管课题组分析了巴林事件等金融丑闻以后得出结论,证监会和中央银行的外部监管作用有限,会不会出现大的风险,关键在企业的内部监管。因为在内部制度不严密的情况下操作人员具有从事高风险交易的倾向,外部监管很难及时发现和纠正层层经理人员直至操作人员的不当行为。而只要所有者是在位的,同时具有较严密的企业的内部监管系统,就比较容易及时地发现问题。同时,作为企业所有者这个最终监督者为了保护自己的财产不受损失,也有动力通过企业的治理结构对第一线操作者进行严格的监管。而在我国国有工、商、金融企业所有者缺位,“内部人控制失控”的现象广泛存在的条件下,赔了是国家的,赚了归自己或大部分归自己,就成为企业领导人从事高风险投机活动的巨大诱惑。过去几年中国国有公司在海外市场上多次发生成千万美元投机损失,其根源盖出于此。有人说我国的金融市场发育刚刚开始,不必强调它可能发生的消极



效应。还有人认为“没有泡沫的啤酒是水不是酒”，在金融市场上有泡沫比没泡沫好，至于泡沫的消极影响，等建立起金融市场以后再说。对这两种说法，我都不敢苟同。日本、我国台湾地区等泡沫经济所造成的严重后果殷鉴不远，我们应当从中汲取教训。

从我们自己的经验也可以看得很清楚，靠放松银根、淡化监管和鼓励投机炒作，是放不出一个健康的资本市场来的。气泡的生成，就微观层次上说，看来与过度投机有很大的关系。好几年以前就有一位很有名的经济学家宣传中国缺少投机，应当大大发展投机，最近又有人搬出诺贝尔奖金获得者米勒(Merton Miller)教授，说米勒在谈到中国的期货市场时强调，他“没有过度投机”的概念^①。引述者突出米勒教授的这句话，意在论证中国证券市场的状况是健康的、正常的。可是这些力主弘扬投机的人士在引述米勒的谈话时却忘了提到他一再重申的一点，也是经济学的一项基本常识，即金融市场是一种高级形态的市场，如果现货市场没有放开，不可能建立健康的期货市场。没有信贷利率市场化，就不可能进行有序的金融期货交易。为了促进我国资本市场的形成，还是首先要加快改革，做好有效的企业制度的形成、商品市场的建立和健全现代银行体系的建设等基础性工作。

就目前中国的情况而论，为了抑制过度投机和泡沫生成，要做这么几件事：一是政府要保证宏观经济的稳定，不能用无限制增加货币供给的办法来维持证券市场的繁荣；

^① 参见《中国期货》杂志 1996 年第 1 期。



二是加快国有企业的改革,建立产权明晰、权责分明的公司治理结构,加强企业的内部监管;三是市场建设要坚持循序渐进的原则,首先要把工作的重点放在一级市场的发展上,只有在这个基础上才有可能有二级市场的健康发展。一级市场规范了,二级市场才能规范;四是要加强制度建设,加强立法和执法的力度。



培育资本市场：关键何在？*

张：目前，我国企业改革已经进入关键时期。在改革的过程中，我们不但建立了一大批非国有的工商企业，而且在国有企业中也有一部分转换了经营机制。在企业自身积累等内源融资严重不足的情况下，外源融资过分依赖国家银行的信贷资金分配。这说明，我国企业的融资环境非常差。因此，培育和发展资本市场就显得尤为重要了。对此，您是怎么看的？

吴：目前我国企业融资环境恶劣的确是一个严重的问题。除了其他方面的原因之外，这也是我国企业在与外国企业的竞争中往往处于劣势的一个重要原因。在计划经济的条件下，占统治地位的国营企业基本上是靠国家财政系统的资金分配（拨款）取得长期资金的。改革以来，资金分配的“主渠道”发生了转移，在基本建设投资实行“拨改贷”和流动资金实行“全额信贷”以后，银行信贷成为长期资金的主要来源。但是，由于金融改革滞后，整个金融体系仍然处于“金融压制”状态，市场力量不能发挥作用，国家银行主

* 这是作者接受《中国证券报》记者张玲采访的访谈录，原载《中国证券报》1997年3月3日。



要用行政办法分配贷款(指定性贷款)。这样,一方面存在着投资总量膨胀和大规模浪费的内在机制;另一方面,十分有利的投资项目却不能得到及时和足够的资金供应。我们经常可以看到这样的事例:由于融资环境存在的问题,使一些很好的经营创意和技术革新得不到应用,白白丧失了商业机会,甚至使某些企业在竞争中不战而败,一蹶不振。这种情况决不能再继续下去了。因此,培育和发展资本市场是当务之急。

张:针对这种情况,近期一些经济学家提出应当改变原有的主要依赖银行的融资模式,发展资本市场(包括证券市场),增加股本直接融资的比重,或者使股本直接融资成为企业筹资的主要形式,这样就可以改变目前企业融资环境不良的状况,使它们的效益有明显的提高。您是怎么看这个问题的呢?

吴:正如刚才我已经谈到的,目前我国融资环境存在的一个重要问题,是融资渠道单一,企业过分依赖国家银行;而这些银行的改革又迟迟未能到位。在这种情况下,拓宽融资渠道、发展证券市场,都是培育资本市场、改善投资环境的题中应有之义。没有一个初步形成的资本市场,市场融资不能成为基本的融资方式,社会资本就不可能得到有效的配置,独立自主的企业即使建立,在经营上也会有很大困难,更不用说发展壮大了。不过我并不认为,在保持目前整个经济体制的格局,特别是企业体制和金融体制格局不变的条件下,只要增大证券市场融资或股本融资的比重,企业融资环境不良的问题就能迎刃而解。

张:您刚才讲的后一点看法,似乎与目前的流行观点



不太一样，不知您这样看的根据是什么？

吴：我这样看的理由主要是：第一，目前企业融资环境不良的主要原因，是在目前的融资格局下，作为主要受资方的国有工商企业，特别是作为主要投资方的国家银行和国有非银行金融机构，都有不小的体制缺陷，因而融资渠道在金融压制之下闭塞不通。这是一个绕不过去的问题。因为在今后可以预见的未来通过金融中介的融资仍将是企业融资的主渠道。如果金融中介的这种体制缺陷不能得到克服，即使开通了副渠道，我国企业的融资环境也很难得到重大改善。第二，目前我国经济体制存在的各种缺陷，诸如工商和金融企业的改革尚未到位，没有建立产权明晰、政企分开、权责分明、管理科学的现代企业制度等等，不仅影响到通过银行和非银行金融机构进行的信贷融资，对于证券市场的健康发展也有严重影响。如果这种情况不能得到改变，目前证券市场混乱的、不能实现它的有效配置资本资源的状态恐怕很难得到根本转变。在这种条件下，即使出现了某些经济学家所企盼的股市热炒、股价飙升的“辉煌”景象，是否意味着居民安全有利的投资环境的建立和企业融资环境的改善，是大可怀疑的。

张：看来您提出的这两点理由在经济学界都有不小的争论。比如说前一点，早在 80 年代中期，就有经济学家对间接融资为主的方针提出过反对意见，认为在中国的情况下应当以直接融资为主。近来也有这样的呼声，主张企业融资应当以股票融资为主。

吴：在融资形式的问题上存在着三对范畴：一是从融资是否通过金融中介的角度看，有间接融资和直接融资之



分；二是从金融资产交易的方式看，有信贷融资（或称面对面交易）和证券市场融资（或称市场交易）之分；三是按企业资产形成的来源划分，则可分为债务融资和股本融资两类。这三种分类方法使用的标准不同，分类的范围互有交叉。不过有些持直接融资、证券市场融资和股本融资主导论的经济学家似乎把三种分类方法视为同一，只是叫法上有所不同。由于上述经济学家强调的重点是股票市场和股本融资的作用，这里只以股本融资为例，说明它为什么不可能成为企业融资的主渠道。

在主要的市场经济国家中，德日两国股票市场在企业融资中的作用微乎其微是人所共知的。就以证券市场比较发达、证券融资占有较高比重的美国而论，股票融资所占的比重也不是很大的。战后初期，美国非金融类公司股本融资在整个外部融资中所占比重曾达到平均 15% 左右的最高水平。1963 年以后降到 3%~10% 的水平。进入 80 年代以后，进一步降为负数（即企业回购股票和冲减资本金的数量大于发行新股集资的数量）。证券市场十分发达和比较规范的美国尚且如此，怎能期望中国正在分娩阵痛中的新兴股票市场承担企业融资主渠道的任务呢？

当然，主张冷静地估量股本融资在企业融资中可能起多么大的作用，并不是说不要发展包括股票市场在内的证券市场。我们应当积极培育证券市场，以便发挥它们在企业融资和其他方面的作用。

张：是不是可以这样理解：您还是主张增大证券融资在企业融资中的作用的，但是认为在现有的体制格局不变的条件下，单靠证券市场的数量扩大并不能起到这样的



作用？

吴：是的，这正是我说的第二层意思。我国证券市场已经有 10 年的历史，但是它的状况并不理想。内幕交易、操纵市场等舞弊行为盛行，过度投机和剧烈波动，使它不能成为民间投资者（所谓“股民”）安全有利的投资场所，一级市场为工商企业的融资作用和二级市场对企业经营的监督激励作用等等都难以发展。究其根源，最重要的是政企分离尚未实现和政府行为还存在缺陷：一方面，某些掌握着行政权力和内幕信息的“大户”（包括政府机构的“挂靠单位”和政企不分、有效治理结构尚未建立的国有企业）用公家的钱（国家财政资金、国有企业资金）和国家银行的贷款，在市场上兴风作浪，进行恶炒；另一方面市场监管机构未能按照广大股民和整个国民经济的利益有效地规制市场。如果这种情况不加改变，仅仅以股价高涨和股市“繁荣”为目标，则只能加剧市场的混乱，而有助于融资环境的改善。

张：那么，您认为出路何在呢？

吴：把上面这些概括起来，我认为改善我国融资环境的出路是：在拓宽各种融资渠道的同时，把工作的重点放到推进国有企业改革和金融改革方面去。对于证券市场来说，只有在此基础上把扩容发展和健全机制（包括市场交易的规范化、企业的内部监管和管理机构的社会监管的加强与完善等）结合起来，才能建立起良好的资本市场环境，使它能够对国民经济的发展起促进作用。



吴敬琏：十年纷纭话股市

在规范的基础上 发展证券市场^{*}

凡是关注我国证券市场发展的，一定已经注意到了今年《政府工作报告》中的三句话：规范证券期货市场，增强风险意识；积极推进和规范企业的股份制改革，促进其健康发展；选择一些大型企业和企业集团，通过发行股票或可转换债券筹集资金。对这三句话应该怎样理解呢？我认为，这三句话表明政府在高度重视发展以银行信贷融资为主的同时，也越来越关注通过证券市场发挥股票融资和债券融资的作用。但是，股票融资和债券融资的作用要想得到充分的发挥，必须具备两个最基本的条件：一是要有规范组建和规范运作的现代公司；二是要有规范运行的证券市场。这两个条件缺一不可。而《政府工作报告》提出的“两个规范”，正好指出了当前中国证券市场发展的关键所在。“两个规范”搞好了，证券市场的健康发展就有了保证，证券市场对于国民经济的促进作用就会得到充分发挥。反之，问题会接连不断。

^{*} 这是作者在1997年3月政协会议期间接受《金融时报》记者郑小国采访时发表的谈话，载该报1997年3月5日。



我国 80 年代以来的企业股份制改革,一方面进行了不少有益的探索,另一方面也出现了一些不利于股票市场健康发展的现象。第一,“股份化”没有把工作重点放在企业制度创新上,没有建立起产权明晰、权责分明、政企分开、管理科学的现代公司,使股票市场失去了企业制度的基础。第二,一些人把发行股票视为可以通过低估企业原有资产和高溢价发行使企业得到额外的资金和使少数人发财的途径。第三,由于没有解决“裁判员”与“运动员”不分的问题,股票交易的制度、规则欠完善,监督欠严格。这些问题的存在,造成股市投机气氛弥漫,“泡沫现象”严重,使股票成为少数人靠内幕交易、“造势设局”等不正当手段牟取财富的场所。这不仅妨碍了我国股市的健康发展和股市功能的有效发挥,而且对国企改革乃至整个经济体制改革也造成了损害。对此,政府应该采取措施改变这种状况,通过规范,把股票市场引向健康发展的轨道。

怎样才能搞好规范呢?首先要建立产权明晰和政企分开的公司制工商和金融企业。这是健全资本市场的一般基础,没有这个基础,一切无从谈起。

至于市场本身,可以从两个层次看:

从一级市场看,应该把额度分配加审批制改为注册登记加强制信息披露监管制。工作重点要放在严格审查企业的公司章程、资产评估报告、验资报告、招股说明书和严格监督公司向社会公众披露公司情况上面,通过此项工作,督促公司建立起规范的治理结构。此外,还应注意有关方面不能采取不正当的办法人为抬高股价,高溢价发行,坑害一般投资者;杜绝“权力股”、内部私分股票等违法活动;购买



股票是投资者的个人行为，决策结果应由他们自己负责，各级政府必须与股市利益脱钩，负责维持市场秩序，打击内幕交易和操纵市场等违法行为。同时要对入市者进行教育，普及与公司设立和股票发行有关的经济和法律知识，提醒他们注意投资风险。

从二级市场看，政府和证券交易监督机构要通过加强自己的监督和疏导工作，促进股市的健康发展。首先，坚持和提高股票上市标准，增加绩优股的上市量，使上市公司和市场运作逐步向国际标准看齐。股票交易中的一些基本准则，如同股同价等必须得到贯彻。股份被划分为法人股、个人股、A股、B股，以及法人股不能流通等情况应当尽早改变。其次，严格执行股票市场交易规则，禁止以权炒股和内幕交易，禁止操纵市场从中渔利。犯罪者必须得到惩治。还有，必须制止金融机构和行政机构挪用信贷资金和公款炒股等非法活动，抑制热衷于投机的风气。需要明确，政府的职责是监督执行市场规则，制止违法活动，以保护大多数股民的利益，而不能介入市场交易活动，也不应直接对市场进行干预。



明晰产权关系 强化内部监管^{*}

去年(1996年)股市价格暴涨时,我正在国外,没有亲历那些昏天黑地炒股的日子。但是,任何一种由投机狂热产生的“经济泡沫”和“泡沫经济”,早晚都会导致破灭和崩盘。股价超过由企业的未来盈利能力决定的基础价值,攀得愈高,跌得愈重。跌落的诱因和形式或有不同,但深层的原因和机制都是一样的。去年中国股市走过的从陡升到急降的历程,有其内在的必然性。

我早就指出过,投机活动有助于发现价格,实现市场均衡,达成资源的优化配置,在市场经济中具有不可或缺的功能。尤其在股票市场中,投资者和投机者的互动,能够促使股票价格灵活地反映公司的经营状况和预期的盈利能力,促进资本的优化重组和公司治理结构的有效工作。但是,它的这种积极作用,只有与投资等活动结合在一起,实现良性互动时,才得以体现。单纯的投机则和赌博一样,只是货币财富在不同主体之间的再分配,并不使物质财富总量有

^{*} 这是作者在接受《中国证券报》记者刘慧敏采访时发表的谈话,原载《中国证券报》1997年3月7日。



丝毫的增加。在货币超量供应下的投机炒卖，会使股票市值虚增。当某一经济中充满这种纸面上的“财富”时，人们就谓之“泡沫经济”。“泡沫经济”并不像某些人所说是近人的发明。它最先由 1720 年在英、法两国同时发生的“南海公司泡沫”和“密西西比公司泡沫”这两起利用发行和炒卖股票诈骗大众钱财的金融丑闻得名，是一个早就为人们所熟知的经济史事实和经济学名词。无论是气泡急剧膨胀还是迅速破灭，都对社会经济生活造成严重损害。80 年代后期，日本、我国的台湾地区等狂热投机潮导致泡沫经济吹胀和 90 年代初期气泡破灭，经济都受到巨大冲击，就是明证。

除了对国民经济的冲击外，泡沫经济还有着不可小视的其他危害。首先，泡沫经济吞噬创业精神，为泡沫财富所吸引，人们在梦想一夜暴富之时，谁还愿意辛勤耕耘？其次，泡沫经济培植阻碍改革的社会力量。一些狂热投机的既得利益者（他们通常是有钱有势足以操纵市场或者有可能获得内幕情报、进行内幕交易而不担心受到惩罚的人）力求实行扩张性的宏观经济政策，保持通货膨胀状态，抵制有利于消除特权、促进市场成熟健全的改革措施，反对当局对市场的规范规制，气泡吹得愈大，就愈能吸引和吞噬升斗小民辛苦积攒起来的财产。此外，股市在狂热投机的影响下大幅度波动，会使投资者对这样的资本市场失去信心，使企业的融资环境恶化。

由于市场的不完全性质，证券市场上经济泡沫的出现是不可避免的。因此，任何代表公共权力和对公众负责的政府和市场管理当局总是把引导市场、规制市场、防止大的



气泡形成和必定会由之而来的崩盘作为自己的责任。不过,中国当前的证券市场也有其特殊性。它的强烈投机性和大起大落频率之高,为各国所罕见。这与当前转轨时期的体制缺陷,特别是政府职能上存在的缺陷密不可分。这主要表现在以下方面:

第一,相当一部分在市场上兴风作浪的大户,往往是用国家的钱或者国有银行和非银行金融机构的钱进行投机的。同时,在从事证券交易的国有单位内部,由于这类国有单位所有者缺位和治理结构不健全,对进行市场操作的一线人员管理松弛,使他们中间的有些人得以用企业的公款进行豪赌。总之,以上条件使投机家在没有风险约束(最终是产权的约束)的条件下进行投机,赢了自己得到好处,输了有国家兜着,赌局便越做越大,大大增加了市场的投机性。

第二,由于政企不分和“裁判员下场踢球”的情况广泛存在,使有些政府机构、管理当局不把行使公共权力以保持市场稳定和保护广大股民的利益作为自己的天职,相反市场热炒中的某些经济利益促使它们纵容甚至煽动投机狂热,当然就谈不到严密规范和严格监管了。近年来国际金融界在总结巴林银行、大和银行等事件的教训后得出结论:相对于证券监管机构对金融企业的外部监管而言,金融机构的内部监管要重要得多。只有企业产权明晰了和有效的治理结构确立了,才有可能建立起企业内部的严格的监管制度。

我认为,实现企业改革和培育健康的证券市场是相辅相成的。目前国有企业效率不高、财务状况恶化与证券市



场过度投机、泡沫生成形成了恶性循环。面对这种情况，一方面，明晰产权，推进国企改革，才有助于改善企业经营，提高企业效益，使上市公司的股票具有投资价值。同时，才有可能加强内部监管，抑制非理性投机。另一方面，只有规范和发展证券市场，才能为企业开通更多的融资渠道和提供对经营者的一种重要激励和约束机制。当然，我们还应当采取其他一些措施，包括发展多种多样的银行和非银行金融组织，受托代理散户进行证券投资，加快证券交易立法，等等。

随着我国经济的发展和人民收入水平的提高，我国证券投资者队伍迅速壮大。这是一件大好事。同时，我也愿向广大的投资者诚恳进言：除了应当督促政府履行自己的职能，尽力为投资者开通投资渠道和提供安全的投资场所外，入市者也必须学会保护自己，不受泡沫假象的蒙蔽，也不为某些似是而非的“理论”、“技巧”和“消息”所迷惑，冷静地做出自己的投资决策。



发展资本市场：我所反对的和所主张的^{*}

最近一个时期，发展资本市场成为报刊上一个热点问题。在我看来，资本市场不仅是重要的融资渠道，而且可以成为实现国有经济的战略性重组，完善国民经济的所有制结构的重要手段。所以，发展资本市场有极大的必要性和重要性。不过，同是主张发展资本市场的人们，其理论出发点和政策归宿往往极不相同。在这篇短文中，我将分别说明我不赞成其中的哪些观点和赞成其中的哪些观点。

我反对什么

在当前的讨论中，有一种颇为流行的观点，是把发展资本市场归结为扩大向居民的直接融资，促进股市繁荣。

我不赞成这种说法，首先是因为它所使用的概念是不确切的。

这种说法的一个概念混淆，是把资本市场与股市混为

^{*} 本文是作者 1997 年 6 月 20 日在一次会议上的讲话的摘要，原载《开发区导刊》1997 年第 7 期。



一谈。我们知道，经济学所说的资本市场，是指长期金融交易的总和。在资本市场上交易的金融商品，不但包括股票、债券等金融证券，还有一年期以上的银行信贷；其中，作为资本市场一部分的证券市场，又还有一级（发行）市场与二级（转让）市场之分。据统计，世界各国证券市场上的股票公募融资只占企业全部融资来源的 10% 左右^①。而股市（证券交易所的股票交易）只不过是证券市场中的二级市场的一种最集中、最有组织的形式。像企业的收购兼并，往往就不是在证券交易所，而是在所谓“场外交易”市场上完成的。我们显然不应以偏概全，把股市看作资本市场的全部。

另外还有一个概念混淆，是把发展资本市场等同于发展直接融资。根据经济学的通常理解，资本市场上的交易活动可以从三个不同的角度进行分类：（1）以融资活动是否通过金融中介进行为标准，可以把金融交易区分为直接融资和间接融资两类；（2）按照交易方式的不同，可以把融资活动区分为面对面交易（信贷融资）和市场交易（股票融资和债券融资）两类；（3）按照金融资产形式的不同，融资活动又可以区分为债务融资（通过银行信贷和债权买卖）和股权融资（通过股票买卖）两类。以上三对概念的边界并不重合，内涵互有交叉，并不一一对应。

“直接融资为主，间接融资为辅”的提法，最早是根据日本在高速增长时期的经验提出的。在初期，间接融资的主要形式是银行信贷，因此，间接融资大体上可以看作是信贷

^① 详见许小年：《企业债务重组和工业—金融新格局》，载《市场经济导报》1996 年第 2 期。



融资的同义语，而股票和债券则由资本所有者直接持有，属于直接融资。但是，随着金融市场的发育和金融证券化的进展，金融中介机构从资本所有者（主要是居民个人）融通到资本以后，愈来愈多地通过购买股票和债券投向企业。于是上述两种分类不再重合。虽然银行信贷仍然属于间接融资，但间接融资中有愈来愈大的部分通过股票和债券等证券买卖进行。换句话说，间接融资既可以采取信贷融资的形式，也可以采取证券融资的形式^①。

问题还在于，有的论者在以上概念混淆的基础上，把发展资本市场归结为增加入市资金，促进股市升温，使它“重现辉煌”。这样一来，所谓的“发展资本市场”就变成了鼓励狂热投机和泡沫经济的代名词。它完全背离了在市场经济中培育健全的资本市场的本意，决不会有助于我国资本市场的发展，更不能帮助我国成千上万的普通股民走上致富的道路。

应当承认，对于目前在中国资本市场上占支配地位的间接融资方式，即通过国家银行吸储和放贷进行的融资活动的批评，并不全是无的放矢。这种融资方式既缺乏效率、又滋生腐败，是人所共见的。问题在于，出现这种弊端的主要原因是什么？事实告诉我们：它的根源在于我国国有企业和国有金融机构的体制缺陷。我国证券市场出现的不正常状况，正是由同样的缺陷产生的。在这样的情况下，如果国有企业和金融机构中的某些人利用手中的国家资金和行

^① 铃木淑夫在《日本的金融制度》一书中对这一过程有详细的介绍，见该书中文版第34～39页。



政权力买卖股票的状况一仍旧贯，只是增加入市资金的数量，那么，除了加剧目前金融市场的混乱状态，我们大概不能期待产生别的结果。至于更多的股民在投机暴利的诱惑下进入混乱无序的股市，到头来，他们中间的多数人成为疯狂投机的牺牲品将是不可避免的结局。

有人说，国家银行对国有企业发放贷款属于“黑箱作业”，普通老百姓作为资本所有者对于整个资本运用过程无法加以监督，是问题的症结所在。股票一旦出售给了股民，情况就会完全改变，因为这意味着居民通过国家银行间接拥有的债权转化成了他们所直接拥有的股权，因而能够形成对企业经营的有效约束。在我看来，这样的“产权分析”未免太过于简单。发达市场经济中公司运作的实践早已证明：股权过于分散会因为每一个股东所占份额很小而形成普遍的“搭便车”心理，因而不可能形成对公司经营的有效约束。因此，虽然西方各国居民广泛拥有证券形式的金融资产，但其中的多数不是由资本所有者直接拥有，而是通过金融中介机构，如养老金基金、共同基金、信托投资等间接拥有的。由此可见，根本改造我国原有的金融机构和建立足够多的适合市场经济需要的新金融机构的问题是无论如何也绕不过去的。

总之，当前金融市场一个主要的问题，在于政府机构或所属的企业扮演了双重角色，即它们既是市场上的逐利者，又握有行政权力。这种运动员与裁判员不分的状况，造成了金融舞弊行为。如果不通过改革解决根本性的制度问题，而是将大量资本泵入这个畸形的金融市场，除了使少数人得以靠欺诈广大股民以自肥和造成资本市场的长期混乱



外,不可能有别的结果。

我主张什么

我赞成全面发展我国的资本市场。不过,这样做的目的不是促使股市炒作的升温,而是为广大资本所有者开辟更多和更广阔的投资渠道,同时,为实现国有经济的战略性改组和完善我国所有制结构提供足够的金融手段。我们在发展资本市场上的一切作为,都应当服从以上的目标。

经过 18 年的改革开放,我国的国民收入的分配格局发生了巨大的变化。改革开放以前,社会总储蓄的 96.6% 来自政府和国有企业,居民储蓄的份额不到 4%;目前国有部门的储蓄在社会总储蓄中所占的份额已经降到 10% 以下,而居民储蓄则提高到 85% 左右的举足轻重地位。这就是说,我国社会扩大再生产主要是靠居民投资进行的。当前的问题是,居民投资于金融资产的渠道过于单一,基本上只有银行储蓄存款一条途径。加之国有银行和国有工商企业资金运用效率很低,这一方面使居民从中取得的收益低下,资本的安全性也难以得到充分的保证;另一方面,又使他们很容易为玩弄各种“金字塔(或老鼠会)式金融手法”的人们所引诱欺骗,落入“金钱游戏”的圈套。为了改变这种状况,必须全面发展我国的资本市场,以便为广大的资本所有者提供良好的投资场所。

从国有经济的当前状况看,同样迫切地提出了发展资本市场的问题。

通过三年来为在国有企业中建立现代企业制度而进行



的攻坚战，愈来愈多的人已经清楚地看到，国有企业很难摆脱目前的困境，不仅是由于企业产权界定不清、政企不分、经营机制僵化等内部原因，还受制于国有经济布局过宽过散、有限的国有资本难以支撑庞大的国有经济“盘子”这种外部因素。因此，解决问题的根本出路，就不仅在于国有企业的公司化改制，还必须收缩国有经济的范围，实现国有经济的战略性重组。反过来，国家在国有资产重组中收回一部分资金，又可以为国有企业解决负债过重、冗员过多、老职工社会保障欠账等“历史包袱”问题提供更大的财政支持，使国有企业改革能够更快地推进。

进行国有经济的战略性重组，有两种可选的方法。一种是采用计划经济的办法，由政府部门制订方案，规定哪些部门应该调整，哪些企业应该合并，然后用行政调拨的方式加以执行。历史经验已经证明，采用这种被人们辛辣地讥讽为“拉郎配”的方法，不仅不可能达到优化结构的目的，还有可能进一步强化行政控制，不利于经济改革的总体进程。

另一种办法是依托已经初步建立和今后还将陆续建立的较为规范的公司制企业，通过资本市场扩股融资、售股变现、收购兼并、债务重组、破产清算等金融运作，促使国有资本由低效企业向高效企业、从一般的竞争性部门向国家必须掌握的战略部门集中。

目前，各地已经涌现了一批通过这种改组取得了良好成绩的事例，例如一些国内企业在海内外证券市场上募股上市，然后将募集到的资金投向国内企业；还有一些绩效良好的企业集团进行跨地区的购并活动，不论对加强主业和改善自身的企业制度，还是改善国民经济的行业结构、企业



结构和资本结构,都起到了很好的作用。它们的经验,很值得深入总结,以便发扬成绩,修正错误,存利去弊,加以推广。

虽然通过资本市场进行国有企业的产权改组就全国范围看目前还没有形成气候,但这一批成功的事例已经足以说明,在国家的产业政策的引导下,通过资本市场的运作,很有可能成功地实现我国国有经济的战略性改组。以此为契机进行国民经济的结构性调整,将使江泽民总书记最近在中央党校讲话中提出的“完善以公有制为主体、多种所有制经济共同发展的所有制结构”这一历史性任务得以更快地实现。

为了发挥资本市场在实现国有经济重组和完善所有制结构中的作用,我们必须清醒地认识到目前我国资本市场在品质上和数量上都存在严重不足的实际状况,应当采取有力的措施加以克服。当前需要采取的重点措施包括:

第一,严格按照《公司法》对准备进入资本市场的国有企业进行初步的改革,实现产权明晰和政企分离,使企业具备进入市场和进行产权流动的最起码的条件。

第二,加快银行体制改革,对国有专业银行进行商业化改造和公司化改制,并组建一批“股份制”的银行,逐步实现以市场为基准的浮动利率制,培育多个独立的商业银行相互竞争的局面。

第三,组建一批进行机构投资的金融中介组织。发展机构投资组织的途径,一是对现有的信托投资公司进行改造,使其业务集中于中介投资业务;二是组建新的机构投资组织,包括商业性的养老金基金、共同基金、捐赠基金等;三



是有步骤地引进境外投资机构。

第四，促进投资银行的发展，为企业购并和融资活动提供规范的咨询策划服务。发展投资银行的方法与发展机构投资组织相同：一是改造，二是新建，三是引进。

第五，在规范中发展证券市场。尽快将现行的上市规模控制和额度审批制改为资格审查制；尽快实现 A、B 股并轨和国有股、法人股流通；完善证券市场管理规则，强化信息披露制度，改善对市场的监管；严厉打击公款炒股、内幕交易、操纵市场等违法违规活动；等等。

发达国家证券市场规范化的经验告诉我们，规范证券市场是一项十分艰巨而且充满矛盾冲突的过程。以美国为例，证券市场的规范化是在 1929 年大危机形成的强大社会压力下，依靠罗斯福行政当局的全力支持，经过美国三任证券委(SEC)坚持不懈的斗争才实现的。由于规范化损害了那些权力和财力足以操纵市场的金融大亨们的利益，实行严格的披露制度等规范措施遇到他们严重的抵抗。不克服他们的反抗，就无法建立公正、公开、公平的证券市场。在中国的条件下，由于政企不分的体制和政府机构对于市场交易的广泛参与，问题就更加复杂。因此，为了规范资本市场，需要政府有极大的决心和更强的执行力度。

国有经济的重组将对我国整个国民经济的所有制结构发生重大的影响。经过重组，除了涉及国家安全的、公益性的、基础性的以及涉及国民长远发展、而非国有经济尚无能力承担的关键性领域外，在大多数一般竞争性领域，国有经济不再承担主力经营者的角色。基于改组后的这种所有制结构，为了保证整个国民经济的健康发展，我们必须消除在



价格、税收、融资、市场准入等方面的歧视,实现不同所有制经济成分在竞争规则面前一律平等,以便形成一种良好的市场环境,使所有的人和各种经济成分都奋发努力,共同缔造我国的长期繁荣局面。从这个意义上可以说,我国的经济改革正在进入一个以全面设定和严格执行竞技规则为重点的新阶段。建立良好的法律框架和依法治国治市,将是这个阶段改革的主题。



吴敬琏：十年纷纭话股市

发展资本市场要谨防经济泡沫^{*}

发展资本市场不只是股票融资

当前存在着一种颇为流行的观点，认为发展资本市场就是扩大向居民的直接融资，促进股市的繁荣。我不赞成这一说法。首先，这一说法把资本市场与股市混为一谈，在理论上出现了概念混淆。经济学上所说的资本市场，是指长期金融交易的总和，它不但包括股票、债券等金融证券，还有一年期以上的银行贷款。据统计，世界各国证券市场上股票公募融资大体只占全部融资来源的 10% 左右。因此，把资本市场的发展等同于股票融资，显然是以偏概全。

问题还不仅如此，有人在这一概念混淆的基础上，把发展资本市场归结为增加入市资金，促进股市升温。这样一来，“发展资本市场”就变成了鼓励投机和泡沫经济的代名词。这完全是背离了培育资本市场的本意，对发展我国资本市场是不会有好处的，更不能帮助成千上万的普通股民

^{*} 这是作者接受《中国经济导报》记者胡跃龙、宋常青采访时的访谈录，载该报 1997 年 9 月 24 日。



走上致富之路。

目标是为资本开辟投资渠道

全面发展我国的资本市场,我是赞成的。但目的不是为股市炒作升温,而是为广大资本所有者开辟更多、更广阔的投资渠道,也是为国有经济的战略性重组、为完善我国所有制结构提供足够的金融手段。这是我们发展资本市场应该服从的目标。

经过 18 年的经济发展,我国居民储蓄在全社会储蓄总额中已举足轻重。用好这笔资金,对国家经济的发展至关重要。但是,当前居民投资的渠道过于单一,基本上只有银行储蓄存款一条途径,而目前国有银行与国有工商企业资金运营效率很低,这一方面使居民从中所得收益低下,同时,资本的安全性也难以得到保证。要改变这一状况,必须全面发展我国的资本市场,为广大资本所有者提供良好的投资场所。

另外,发展资本市场也是国有经济更好发展的需要。目前我国国有企业所面临的困境,除管理体制上的政企不分、企业内部机制不活等原因之外,还有一个重要的方面,就是国有经济布局过宽过散,有限的国有资本难以支撑国有经济目前庞大的“盘子”。因此,解决问题的根本出路,不仅在于国有企业的公司化改制,还必须收缩国有经济的范围,实现国有经济的战略性重组。可供选择的办法是,依托已经建立和今后将要陆续建立的较为规范的公司制企业,通过资本市场扩股筹资、售股变现、收购兼并、债务重组、破



产清算等金融运作，促使国有资本从低效企业、从一般竞争性部门向国家必须掌握的战略性部门集中。虽然通过资本市场进行国有企业的产权改组目前尚未形成气候，但我们已经有了一些成功的经验。可以这样说，在国家产业政策的引导下，通过资本市场的运作，很有可能成功地实现我国国有经济的战略性重组，并以此为契机进行国民经济的结构调整。

经济转轨中要防止出现经济泡沫

我国目前发展资本市场，面临着从计划经济到市场经济转轨的体制环境。在这样一个历史阶段，特别容易出现过度投机与经济泡沫，一个重要原因是国有企业产权不明晰和“所有者缺位”。在这种情况下，赔了是国家的，赚了归自己或大部分归自己，这就成为企业领导人从事高风险投机活动的巨大诱惑。关于这一情况，有人认为，我国金融市场的发育刚刚开始，不必强调它可能发生的消极效应；还有人说“没有泡沫的啤酒是水不是酒”，在金融市场上有泡沫比没泡沫好，至于其消极影响，等建起金融市场后再说。我不敢苟同这样的观点。并特别强调指出，靠放松银根、淡化监管和鼓励投机炒作，是放不出一个健康的资本市场的。

品质上与数量上都需发展

目前我国资本市场在品质上与数量上都严重不足，难以实现上述目标。为促进我国资本市场的形成，需要采取



有力的措施。

第一,严格按照《公司法》对准备进入资本市场的国有企业进行改革,实现产权清晰和政企分离,使企业达到进入市场进行产权流动的最起码的条件。

第二,加快银行体制改革,对国有银行进行商业化改造和公司化改制,组建一批“股份制银行”,培育多个独立的商业银行相互竞争的局面。

第三,组建一批进行机构投资的金融中介组织。可以对现有的信托投资公司进行改造,使其业务主要集中为中介投资;也可以组建新的机构投资组织,包括商业性的养老金基金、共同基金、捐赠基金等;还可以有步骤地引进境外投资机构。

第四,促进投资银行的发展,为企业购并和融资活动提供规范的咨询决策服务。其发展途径也可以是改造、新建和引进。

最后,要规范地发展证券市场,尽快将现行的上市规模控制和额度审批制改为资格审查制;完善证券市场管理规则,强化信息披露制度,改善对市场的监管;严厉打击公款炒股、内幕交易、操纵市场等违法活动。



吴镇武 十年纷纭话股市

上海证券交易所成立 七周年祝词^{*}

经过几百年的发展,现代市场经济已经成为一部十分精巧和极为复杂的资源配置机器,而证券市场则是这部大机器的核心组件。7年来上海证券交易所为发育我国证券市场立下了汗马功劳,它自身也在曲折前进中日趋成熟。这实在是一件值得庆贺的事情。

证券交易所是证券流通市场的最集中和最有组织性的部分。无论从宏观经济,即资本优化重组的角度看,还是从微观经济,即对企业经营者进行有效的约束和激励的角度看,它对投资效率都起着举足轻重的作用。然而,从1720年的英国“南海泡沫”事件,直到最近的东亚经济危机,都反复证明:由于金融市场作为不完全市场本身性质的限制,或者由于市场监督和管理当局未能采取正确的方针与方法去弥补市场失灵,证券市场又很容易出现过度投机、泡沫膨胀以及必然导致的股市崩盘和金融危机。无论是气泡吹起所引起的道德损伤和效率下降,还是在泡沫破灭时出现的大量破产事件和严重投资不振,都会对经济发展和机体健康

这是作者 1997 年 12 月 4 日为上海证券交易所成立七周年所写的祝词。



造成长期的损害。

证券市场频频出现这种情况,主要是由于在证交所中经常存在的信息不对称性。因此,为了保持市场稳定,保护证券投资者特别是中小投资者的利益,证券市场管理和监督当局就必须通过强化信息披露制度,提高市场的透明度,来弥补市场失灵。同时严厉打击内幕交易、操纵市场等违规活动。

我国证券市场和整个金融体系在最近东亚金融危机中保持了稳定发展的态势。这充分说明,过去几年来我国政府和宏观当局采取的一系列深化改革、规范市场、抑制通货膨胀和防止泡沫生成的政策是卓有成效的。但是,我国经济体系中仍然存在一些类似于引发了邻近地区金融危机的缺陷。我们决不能掉以轻心。

祝上海证券交易所规范和发展我国证券市场的事业中再立新功。



东亚金融危机与泡沫经济*

这次东亚金融危机的发生,也同样是“冰冻三尺,非一日之寒”。在危机爆发前很久,各国的货币系统(或称金融系统)早已与实质系统(即生产系统)严重脱节:实质经济的效率下降,而各种金融资产和房地产市价却虚升到令人难以置信的水平。危机的爆发只不过表明二者之间联系的完全断裂。

首先,从实质系统看。战后日本以政府为主导的市场经济模式曾经取得了巨大的成功。接着,“四小龙”等以“雁行方式”相继跟进。连作为第三梯队的泰国、马来西亚、印度尼西亚也有一飞冲天之势。这些国家在政府的支持下对石油化工、汽车工业和电子工业进行大规模的投资,建设巨型工厂,希望使自己成为制造业强国和出口大国。然而这种政府主导的出口导向型经济普遍存在投资过度、产业结构不良、企业经营不善、效率提高很慢等缺陷。虽然国内生产总值和出口增长速度都很高,但这种数量增长主要是靠大量投入生产要素,首先是投资取得的,难于长期支撑下

* 摘自吴敬琏、魏加宁:《东亚金融危机的影响 启示和对策》,原载《改革》1998年第2期。



去。这方面的问题虽经专家指出,但是没有引起有关局的注意。到了1996年,马来西亚等过去增长和出口情况一直良好的国家开始出现了生产过剩、出口停滞、外贸逆差扩大、国际收支状况恶化等明显的问题征兆。实际上正在不断削弱的基本面与表面上依然红火的金融市场日益脱节,潜在因素便迅速积累起来。

其次,从货币系统看。过去一二十年,东亚各国采用扩张性的宏观经济政策并大规模举债来支持雄心勃勃的发展计划,将大量资金投入到“赚钱快”的项目,其中相当一部分被投入所谓“资本经营”,在股票市场和房地产市场上进行投机炒作。加之日本在泡沫经济破灭以后始终没有采取有效措施解决银行不良资产问题,使国内投资意愿萧索,于是大量的资金流到国外,其中贷给东亚其他国家的银行和企业的资金估计就达2 000亿美元。在巨额货币投入支撑下的投机炒作使股票、债券、房地产市价脱离基本面而飙升,经济气泡逐渐生成。正如每一次金融危机到来前的情况一样,当经济气泡被吹起时,由各种虚拟财富而形成的财源滚滚而来,使人们产生出一种幻觉,以为本国经济已进入危机绝迹、衰退不再的时代。也有的人明知气泡终究会破灭,但总以为自己可以在崩盘前的最后一刻带着从牛市中赚得的大笔财富全身而出。然而就在这时,具有极大内部张力的经济气泡由于某个局部性的裂痕无法弥合而导致整个系统的突然崩溃,并且迅速波及邻近国家和地区。

东亚国家大多实行“政府主导型市场经济”。即使标榜“积极不干预政策”的前港英当局,与财界亦有密切联系。在市场发育不良的情况下,运用政府的力量协调经济,其有



利方面是显而易见的。然而,这种模式的不利方面在此次东亚金融危机中也暴露无遗。甚至可以说,东亚经济中存在的许多深层次问题都或多或少与政府职能的缺陷有关:(1) 政府以行政手段干预微观经济活动,政企不分或“官民一体”,导致黑金政治、政财勾结和行政机构的腐败;(2) 政府采用财政超支、银行超贷、对外过度举债的方式支持经济高速增长,将大量资金投入政府要求发展的重点部门,造成结构恶化和投资浪费;(3) 一些受到政府特殊照顾的大企业享有过多的优惠政策,因而滥用资金,盲目扩张,畸形发展,造就了一大批声势显赫而效益低下的“泥足巨人”;(4) 在扩张性宏观经济政策的支撑和宏观经济当局的纵容下,金融市场和房地产市场投机之风弥漫,气泡极度膨胀,丑闻迭出。

1997年早些时候,一些国家已经出现大企业和金融机构破产、国家外汇储备消耗殆尽等危险征兆。气泡最先爆破的则是泰国。1997年7月2日,泰国政府在几个月捍卫摇摇欲坠的泰铢的努力失败以后,用浮动汇率制取代固定汇率制。当天泰铢就贬值20%,然后一路下跌,并且影响到本地区其他货币:马来西亚林吉特、印尼盾、新加坡元和菲律宾比索等。我国台湾地区的新台币在10月17日主动贬值,港币受到了更大的压力。10月22日,香港行政当局为捍卫港元而提高利率,结果引起股市狂跌,波及世界各大资本市场,纽约的道-琼斯股指狂跌552点,创一日内跌幅历史最高纪录。幸好由于美国联邦储备委员会近年来一贯执行稳健的货币政策,抑制股市过热,股市的泡沫成分不大,因而美国股市未受到重创,不久即告回升;日本却因患



有严重的泡沫经济后遗症而股市狂跌,日元急挫,金融企业破产频频出现。

接着,风暴的中心转向新近加入富国俱乐部(OECD)的世界第11大经济强国韩国。1997年早些时候韩国已经有5家大财团破产。11月,多数大财团也由于无力清偿高达上千亿美元的短期债务而濒临破产的边缘。全靠国际货币基金组织和美国商业银行提供数以百亿美元计的贷款进行紧急救助,才算稳住了局面。

7个月来的亚洲金融风暴,已经给本地区乃至世界经济造成了严重影响。据摩根·斯坦利投资银行统计,在从1997年7月1日到12月31日的短短半年中,我国香港特区、韩国、印尼和泰国股市的市值就损失了2010亿美元之多。这使得一大批投资者的亿万财富变成了镜花水月,有些昔日的豪门富贾甚至变得一文不名,而许多银行、非银行金融机构和工商企业则陷于深重的债务危机。

此次金融危机的震源国或重灾区,不论是作为发达国家的日本,还是后起之秀的泰国、菲律宾、马来西亚、印度尼西亚,大都搞了多年的经济气泡。股票市场和房地产市场上虚拟财富的市值远远脱离了它的基本面而飙升。这使得一小部分人在短时期内迅速发财致富,成为拥有大量货币财富的亿万富翁。反过来,他们又对宏观当局施加强大的压力,促使后者采取扩张性的货币政策支持“经济气泡”的膨胀。与此同时,农工商等实业部门相对于金融投机的回报率过低,使之趋于萎缩,出现了经济“空心化”的倾向。于是,“泡沫经济”迅速生成。从这种意义上讲,金融危机乃是



只有少数人从中得利的经济,不可避免地给大众带来苦果^①。

在东亚各国近年来经济高速增长的过程中,企业大量举债用于缺乏效率的投资,这使潜在的金融风险日益增大。但这些国家的有关当局被金融市场的表面繁荣所陶醉,迟迟未能化解潜在的危机因素,终于酿成大祸。日本的情况与其他东亚国家有所不同。20世纪80年代后半期的“平成泡沫经济”早在1990年已经走向破灭。但气泡破灭后,出于种种政治经济考虑,始终未能对金融系统在气泡生成过程中形成的巨额不良资产进行全面的清理和处理,以至于日本国内储蓄率虽然至今仍然保持很高的水平,但由于人们对金融系统失去信心,缺乏投资意愿,使日本经济一直振作不起来,对东亚其他国家的进口需求也很疲软。因此,相当一部分人甚至认为,日本的泡沫经济后遗症乃是东亚金融危机的罪魁祸首。

^① 论述经济气泡的成因及其后果的经济学文献卷帙浩繁。有兴趣的读者可以参看《何处寻求“大智慧”》,北京三联书店1997年版,第224~236页。



金融业是做什么的^{*}

既然我们要研究首都经济金融产业的发展问题,首先要明确:金融业到底是干什么的?这个问题对我们本来应该是没有问题的,为什么还要提出来?因为现在不论是在政府,还是在业界和学术界都有一种似是而非的流行见解,好像金融业就是一个圈钱、来钱的地方。

我想这是一种误解。金融市场的基本作用决不是简单的筹资,而应当是实现资本资源的有效配置。明确这个问题十分重要,它决定了整个金融业的发展方向和发展结果。金融市场是不是一个融资的场所?当然是。但是如果项目不分良莠都能从那里找到投资,这个金融市场的发展是长不了的。

20世纪80年代后期,因为东京的金融市场非常繁荣,不动产和股票、期货的价格飞涨,所以日本人变得非常有钱,非常牛气,当时东京地产市值相当于美国全国地产市值,换句话说,东京地产市值的钱可以把整个美国都收购了。于是日本人到处收购,最后连美国资本主义的代表建

^{*} 这是1998年5月20日作者在北京市政府专家顾问团办公室和市政府研究室召开的“发展首都经济金融产业政策研讨会”上的发言。