

北大国际金融论坛

分论坛二：中国资本市场



嘉宾从左到右分别是：

- 桂松蕾 中新融创资本管理有限公司董事长
- 梁鑫 新湖财富投资管理有限公司总裁
- 高善文 安信证券首席经济学家
- 杨贤 新加坡国立大学教授、商学院院长
- 刘俏 北京大学光华管理学院教授、院长助理
- 赵学军 嘉实基金管理有限公司总裁
- 张峥 北京大学光华管理学院副教授、金融系副系主任

论坛实录：

张峥：尊敬的来宾，这里是北大金融国际论坛第二场论坛，本场论坛主题是“中国资本市场”。我们知道自诞生之日起，中国资本市场就一直是关注的焦点。正因为如此，本次论坛特别邀请了六位重量级的嘉宾，阵容强大。

一年之前三中全会提出了全面深化改革。我们知道这一年里，资本市场政策频出。如何评价三中全会之后改革的和效果，对资本市场的改革方向有什么样的展望。中国的资本市场有没有所谓的“新常态”，有哪些新问题，有哪些新发展？我想这都是大家关注的一些课题。我们嘉宾里面，既有学者、专家，也有业界的领军人物，我想首先请他们各自从自己的角度对资本市场的方方面面谈一谈自己的感悟。首先，我们有请新加坡国立大学教授杨贤先生。

杨贤：请允许我用英语。今天能在这里，我感到非常高兴，我有几点想法想在这里跟大家分享一下。今天上午的发言使我受到了很大的启发。厉以宁教授在今天上午做了第一个发言，我在今天的演讲中，更深入的看到了中国资本市场怎么样能运作更加的有效，哪些措施能够使它运作的更加有效。在我们的讨论当中，这些资产管理公司、银行，它们起到了很大的作用，今天上午 Robert Merton 教授在他的讲话当中也提到了。

一个运转良好的资本市场它究竟应该是什么样呢？应该有很多工具，也会有很多金融机构，还会有更多像衍生品、债务、股票等等。我们也需要有一个非常好的机构能在做这些事情，比如像评级公司、监督机构等等。另外，我们还需要有监管机制，能够确保信息正常的披露等等。所以，就像厉以宁教授和 Robert Merton 教授刚才所述，一个资本市场如果要是运行良好，那它就可以给市场确定一个正确的资产价格，从而实现资产的正常分配，这样就可以使得一些风险能够得到化解或者分担。在这个过程当中，治理问题是非常重要的。这样才能够在投资者和储蓄者之间建立起来良好的信任。这样投资者、储蓄者才能够得到好的回报。对于一个运行顺畅的资本市场来说，这对于一个国家的经济是非常重要的。因为如果要是资本的分配、资源的分配能够比较及时、合适，那对于一个经济来说是非常重要的。

中国的资本市场现在怎么样呢？厉以宁教授在他的讲话当中已经提到了很多的问题。我们也知道其中的很多问题，比如说资本的成本低其实是一种人为的结果，比如现在股票的价格有问题，另外还有宏观经济的问题。在解决这些问题中，信息是不是一个非常重要的方法呢？另外还有关于风险的再分布问题等等。

要解决这些问题，最终就是要有一个有效的资本指导、有效的资源分配，不然就是浪费了很多的资源。在过去，投资的空间其实非常小，而现在，在投资过程中如果出现了问题，我们该怎么办？所以，我们需要有一个非常好的过渡机制，要能够把整个环境都考虑在内，包含两个非常重要的因素：首先，我们要能够保证人们现在的生活质量。其次是有可能会出现有一段时间的滞胀问题。因为时间的问题，我们不能谈这么多。但是，我们在金融的问题上的确是有很多大众媒体都在讨论，比如影子银行等等。

所以，我想说的是，我们是不是进入了一种文化，那就是在不同的机构之间，是不是有一些互相的不信任，如果这个文化要是进行下去，那么它最后会产生什么样的结果，我们要想有一个运行正常的金融机制和资本市场，我们必须是互相信任的。

如果继续互不信任下去，会产生什么样的结果，这是我们需要在文化当中考虑的一个非常重要的问题。

另外，我们在出现问题的时候其实是需要能够进行改正的。现在大家都在反腐，我觉得这是一个必须要做的事情。但是，我们现在是不是能够考虑一些其他的问题呢？比如说**进一步放开利率，增加政策制定和立法过程的透明度，这些都是非常重要的问题**。当然谈到这些问题，我可能显得有点太乐观了，因为我知道有各种各样的阻力。但是我们在决定关于市场的问题时，要知道什么样的因素起重要的作用。但是，对于这些政治家来说，总是要摧毁旧的机制才能建立新的机制，这是一个重要的过程。如果我们真的有这种勇气来执行所有改革的措施和市场化的措施，情况就会有变化。在过去的几十年当中，我自己作为一个受西方培训的经济学家，我非常高兴的看到中国有很大的变化，我们也非常希望能够看到中国能够有进一步的变化。希望中国能够非常好的过渡到一个真正的市场经济当中，而没有陷入到中产阶级的陷阱当中。

张峥：杨教授从完善资本市场的功能应该具备需要资源配置和风险配置的基础上，谈到资本市场现存的问题，以及解决这些问题的一些基本的点和思路。接下来我们有请北京大学光华管理学院教授刘俏先生。

刘俏：谢谢大家！今天的议题是变革中的中国金融，也涉及到十八届三中全会之后整个中国金融体系的变化。我个人可能想简单讲讲最近一段时间在做的一件事情，就是关于地方债的事情。我个人感觉，**地方债的市场应该在未来是中国多层次的资本市场重要的组成部分**。而我对目前为止在这个市场上出现的一些改革和举措，可能也会从自己研究调研的角度做一些评论。

大家可能知道中国的金融体系如果从总量上讲，在世界上应该是排前面的，我们整个金融资产占 GDP 的比重应该是在 3 倍的样子，就是 300%，这是全球平均，美国大概 400% 的样子。但是，300% 的金融市场里面，有 50% 是债券类的东西，包括银行的、政府的、影子的，还有正规的金融市场提供的银行类资产，股权类的大概占 50% 的样子。**债券里面，我们讲结构不合理，因为它把过多的市场风险最终集中到银行体系，而不是金融体系，也导致一个后果，我们资本市场基本上被边缘化了**。那么，这个过程我认为它的利弊本身大家看得比较清楚。

我想从自己角度来理解，在未来这样一种结构肯定需要变化，其中一个最大的结构性的因素，我觉得在于地方政府的行为模式上。中国地方政府在经济上与跟西方国家不太一样，研究过去 35 年中国改革开放成功的这些经验教训，大家认为成功的因素在于我们成功的鼓励地方政府之间进行竞争，那么地方政府这种 GDP 的竞标赛使得中国在一个没有市场前景的基础上，基本上把市场经济的架子搭起来了。

但是，背后也有很严重的一个负面作用，**地方政府本身有一些道德风险，就是预算违约数，其中地方政府的债务可能在这个过程中愈演愈烈，一些地方政府在经济中要取得很成绩，但是另一方面它的财权和事权不匹配**，过去我们看到很多金融创新，

基本上是为了绕开对它的管制而进行的，包括大家看到的平台债，或者说是利用一些信托产品的形式，为地方政府融资。那么，其中很大一个环节在土地财政这一块。未来的十年，咱们讲“新常态”，这种状况显然难以维系。因为你有这种影子银行，或者我们讲的非常规的方式来解决地方政府财权跟事权不匹配这样一个问题，最终后果可能在于整个系统变得非常不透明，而且这个过程中，我想系统性的风险也会累计，可能积重难返。所以，在这个背景下，我们一直在呼吁一个事情，**为什么不能够让地方政府直接作为一个举债主体，用它的信用来发债？**就是西方的学者讲的叫做私人债的概念。那么，这个呼吁可能有很多年，那么从监管层角度讲，比较担心的问题在于怕地方政府不节制的做这样一个事情，最终导致地方债大面积的积累，最后带来新的风险。

但我在想一件事情，就是与其把它管的很死，逼着它用不透明的方式做这个事情，为什么不能够相信市场的力量，借助市场的力量给他一些尝试，给他一点空间，让这个债券市场能够做起来。大概从去年开始，光华管理学院有一些学者，包括我自己，也包括蔡洪滨教授，我们在做一个事情，我们**提出地方政府金融的概念**，这个概念其实非常简单，就是给定中国地方政府特定的这样一种行为模式，他就是一个企业，做很多投资融资决策，我就把你看成一个企业，看成企业之后，给你编订资产负债表，给你信用评级，以你的信用评级作为基础去跟市场交流，跟市场对话，看市场认不认可你，以什么样的价值认可你。我们从去年1月份到现在4个省，10个省市，基本上试点下来之后两个体会。第一个就是中国的地方政府确实非常需要财务顾问，举几个例子，比如我们去的很多地方政府，一个地级市，一年规划的固定资产投资经常在千亿规模以上。假如一个企业投资一千亿人民币，像大的投行全去了，全愿意为它服务。但是，地方政府这样一个上千亿投资的规划，基本上没有相应的金融服务。我们很小心，也问他们怎么做出来的，基本上是市委书记等根据他未来政治生涯的想象力定出来的，怎么还，怎么融资，言之不祥，都是吸引外资，或者政策性银行提供资助等等。我觉得将近3000个金融单位非常需要金融服务。第二是我们感觉到地方政府非常需要资金。这种背景下，我们其实把别的路都堵死了，地方政府只有一条路，假如关系比较好一点，我可以得到企业债发债的资格，解决一部分问题，关系不好，挺而走险，做信托，贵州有的政府做信托利率做到14%、15%以上了，我问他们怎么还？没法还，但是因为我太缺钱了，如果不这么走下去，地方政府就完蛋了。

在这种背景下，我们在思考一件事情，也在提具体的操作步骤。第一点是我们可不可以大面积给这些地方做一个资产负债表出来，这实际上是财政部在主导，国务院也在做这个事情。但是，它怎么做，谁来做，现在讲来讲去，讲不清楚。有没有可能用市场的力量做这个事情，我们做了10个城市，全是自费的，有没有有社会责任的企业做这个事情。另外一点是我们严格按照市场化的信用评级给你一个信用评级，并且建立这样一种意识，以你的信用评级作为地价基础给你定个价比如是一个BB政府，可能利率就是15%、16%，你是商业政府，7%、8%的样子。这可能在三中全会整个文字性的描述里面，文本里面我们看到了有这样的描述，未来有这

样的。但是从操作的结构，跟具体的操作方式上，我觉得是错的，错在什么地方？就是我们市场还是没有信心。举个例子，几个月前尝试了几个省市自发自还的事情，按道理来讲，已经是市场化的一个很重要的方向了，让十个省市的财政厅来发债，然后对债务进行偿还，这个市场化的举措，跟我们讲的市场债变得很像了。但是，很关键的地方，你这个地方政府到省级层面，其实有相当大的议价能力了。给大家讲个事情，山东省发债，100多亿人民币的地方债，五年期的利率比同期的低20个基准点，就是山东省的财力，比中华人民共和国的财力还要好。但是，这个事情发生了，因为整个价格的形成本身完全部分化的，你在江西看到类似的情况，在广东看到类似的情况，甚至在宁夏看到类似情况。如果按这样一种机制，以后会出现价格扭曲的情况。

所以，从这个角度提一个建议，我们地方债的建设本身，能不能，敢不敢把这个权利再往下沉淀，到地市层面，到县层面，这样对那些具备了潜质条件的，就是资产负债表干干净净的，在BB政府以上，我优先挑出来给你权利让你去发，假如你真的违约了，你该干嘛干嘛去。这种情况下，我想它能解决一些问题，但是我的想法比较理想化，能解决一个道德风险问题。因为到省解决不了道德风险问题，就是你干坏事了，让省帮你承担责任，这是不可能的，从这个角度讲，省财政厅一开始就没有想承担这个责任。

我提了一下自己的思路，也跟大家简单汇报一下就是我们自己在尝试有没有可能就中国第一个吃螃蟹的某个地方政府，不是省层面上的，它真正的出来拿信用评级做这样一个定价的基础，跟市场说，我愿意承受这样一笔资金，我们希望在未来能够取得突破。

我自己比较感慨讲一个小的故事，其实咱们对这个地方债的看法。理性看，地方债不是坏事，可能是好事，我去美国，看他们著名的电子债务，就告诉你美国政府的债务每一分钟，每一秒钟是怎么变化的，美国地方政府的债务，包括联邦政府合在一起是50%以上。我们经常强调美国政府负债很重，但是，它电子债务下面有一句话，其实我们很多人没有注意，那句话是美国第一任财务长哈密尔顿讲的非常有名的一句话，他说公共债务只要不过度，是对我们国家的一种祝福。**地方债，只要市场建设合理，是对未来我们城镇化，经济结构转型的一种了不起的祝福**，这个问题以后有时间可以继续沟通，谢谢大家！

张峥：谢谢刘俏老师，事实上我估计在座的嘉宾对它的市场化的解决方案，对地方债肯定有非常大的兴趣。一会儿讨论环节，还有时间向刘俏老师继续请教。接下来我想有请嘉实基金总裁赵学军先生。

赵学军：谢谢张老师。今天这个主题是资本市场，我想大家都看到了资本市场，给企业融资，帮助企业发展，在国民经济当中的作用。十八届三中全会，以及6月份习近平总书记也讲到要建立创新型的国家，其实创新型国家是跟资本市场高度关联的，他说了资本市场的另一面，就是风险分散的体系，中国要成为创新型的国家靠

银行是不行的，银行是把风险摆进了他自己的资产负债表，他是没有风险承担能力的，而一个创新型国家，就应当包容失败，失败的风险由什么体系进行分散，我想是资本市场另外的一个重要的功能。从一个角度来讲，金融是国家社会组织其中的一个体系，他如果从人的循环体系血管，在国家应该构建这样的组织体系。金融同时它是血液，你哪里经济活动活跃，比如说互联网，金融的血液应该给到哪里，那些活跃低的地方、传统的，有可能血液去的少。所以这是金融，资本市场很重要的是它去帮助你，由众多的人获取创新的收益，同样分担创新的风险。如果我们不能建立这样一个体系，中国不可能转型成一个创新型的国家。中国依然会在传统的老路上走。所以中国今天的金融是以银行为主，这个体系下中国的创新力一定是不够的，所以一定要建立强大的资本市场。我从另一个角度讲资本市场。

我观察了一下在座的，可能跟我年龄相仿，或者比我小一点，所以可能话题更实用一点。我想说的第二个话题，实际上就是中国资本市场建设，你们可以看到，中国证监会如果问他一句话，你的职责是什么？他说我的职责是建立多层次资本市场，所有的中央文件，首要一条就是这条。大家想一想，这是一个量的积累的过程，如同GDP一样，资本市场叙述的观点是效率，如同互联网免费了，它就能做大一样。所以，我在证监会重要的研讨上都会讲，**中国证监会在重要纲领上要调整，应当是建立高效率的市场**。我希望在座的学术的老师，教授们，能够替我们倡导，我们说话不管用。你们的学术是管用的。

第一、为什么中国资本市场在中国经济高速增长的将近20年，差不多每年是10%以上的增长，**为什么资本市场不涨？**金融危机2008年之后，全球危机了，现在美国创历史新高了，印度3倍了，为什么中国市场还在2000点左右徘徊？如果金融危机过去十年，2008年往后说，2018年，我按照这样也一定会怎么样。我从1993年做资本市场，我觉得资本市场没有红利，所有的超市、互联网，全世界全促销，什么时候看资本市场促销了？促销是什么？给投资者红利，你应该促销。市场化发行是个伪命题，资本市场现在活跃客户就是六七千万客户。人不增加，投资人没有热情，就像一个新世界商场，你不做促销，人流越来越旺，你怎么可能呢？**所以，人越聚越多，说明市场活跃，你得有促销的方法，市场化发行是一个伪命题。**

第二、为什么券商不能管制？市场组成就应该放开，让这个市场越繁荣，就应该让它存在。我们现在就是管制，为了让现存的人猛攻生存，能够不亏欠，滴滴打车为了推动市场，还倒贴10块钱，商业机构竞争，就应该倒贴，因为你要做市场。

第三、**我们市场缺乏融资融券的机制**，有没有一个机制说，我们有动力把免费降的更低，让互联网免费，只有免费才能做大。所以，**中国资本市场就是你不给红利，你不拉更多的人来，你还不降低你的成本，再过十年还这样。所有的改革，只要符合我说的这三个方向，任何市场都能提高。**

第四、中国的金融机构是什么？是把血液输送到实体血管，企业运行的方式跟西方不一样，会建造不同的组织金融机构。比如我们做了一个中石化的混合改制，我们用公募的形式把实体投进去。中国要改变金融服务的方式，中国的金融组织跟世界

上很多国家的金融组织，美国成熟市场的金融组织是不一样的。理论上是蓝天白云，在这儿跑步，跑一万米，你就差不多了，中国的组织适应中国的土壤。

张峥：感谢赵总，我看高善文先生在赵总讲的时候，好像你们之间还是有眼神之间的互动。我把话筒交给高善文先生。

高善文：很高兴今天下午有机会参加这么高大上的研讨会。今天这个题目是“十八届三中全会以来的中国资本市场”，这个题目特别大，我都不知道从何谈起。但是，作为一个市场参与者，我们在市场上非常的草根，所以，我想从一些比较草根的角度讨论一些我所看到的问题。然后，再对这些问题做比较宏观概括。

十八届三中全会到现在为止差不多有一年的时间，这一年资本市场发生了很多变化，但是从我们作为参与者的角度来看，我们看到哪些特别重要的变化呢？今年整体上来讲，股票市场的涨势还是不错，涨势喜人，以至于越来越多的人在看牛市。但是今年以来，股票市场涨幅最大的都集中在小市值股票上，而且市值越小，涨幅越大，大市值股票的上涨，基本上是可以忽略的，而且这种格局与利润的增长，与其他基本面因素之间的改善的联系基本上是不可见的。所以，这样一个格局和现象是很多年以来没有的，而且这样一个格局也与三中全会存在着很紧密的联系。

举另外一个相关的现象，我们都知道按照正常的预期，大概这个月沪港通要正式的开闸，很多人认为沪港通带来增量资金，这些想法都很朴素。但是，我们知道有很多股票在 A 股和 H 股是同时上市、同时交易的，而且现在 A、H 股的总体溢价基本上是可以忽略不计的。但是，当我们打开 A 股和 H 股之间溢价结构，我们会看到一个一般性的现象，就是超大市值的股票总体上来讲有折价，小市值股票有溢价。溢价可以达到 5-10 倍的层面，同样基本面一样的股票，小市值股票之间的溢价非常大，但是大市值股票它的溢价是可以忽略的。而且如果把这样一个溢价关系与股票市值的导数放在一个散点图上，我们看到一个非常强的线性的相关系数关系，差不多有 0.9%，从表面上来看也是很令人吃惊的。我们知道沪港通主要是成分股，沪港通大家说 A 股要涨，结果涨的全是小的股票。我们的问题就来了，为什么中国大陆的小股票有这么大的溢价？为什么今年以来小市值股票有这么大的上涨？这些现象的背后，在根子上是中国资本市场由来已久的制度扭曲，并且看起来在这几年变得更加严重的制度扭曲。

这些扭曲是什么呢？这些扭曲的核心是对于发行过程的控制，一个公司有很好的资本面，也愿意上市融资，能否上市融资，就有非常严格的行政控制。中国由于对于发行过程的行政控制，上市资格作为一种资源是非常稀缺的。与我们现在所说的制度联系是什么？从市场参与者的角度，我们知道大约从去年 2 月份以后，A 股市场出现了一个成长股的牛市。刚才赵总说，我们现在市场的涨幅小，毫无疑问这是绝对成立的。但是，如果我们看中国创业板的指数，它创了历史新高的，我们看中小板的指数，实际上金融危机以后也是创造了历史新高。A 股市场有结构性的分化。为什么呢？一种原因就是美国资本市场驱动的在纳斯达克上涨在中国的投影，这个

在 2000 年的互联网泡沫的时候经历过，我们再次经历纳斯达克的上涨在 A 股有一个投影。另外一种原因是从去年 2 月份，大家整个经济的看法变得很悲观，去年 3 季度之间，大家一度对经济的看法变得很乐观，这个因素也刺激了成长股的上涨。但是，问题来了，成长股大幅度的上涨以后，一个很大的问题出现了。就是实业经济领域这一块，它只要与新经济沾边，只要有想象空间，只要有成长股里边相似的概念，相似的技术沾边，在 A 股上就具有非常大的溢价。合理的做法就是在资本市场和实业之间进行套利，把实业里面的这些资源拿到股票市场，但是这个市场收到了 IPO 基本上停发的限制，这种套利过程没法自由的展开。怎么办呢？找一个壳把它装进去，通过更复杂的投行的技术概念把它装进去。它要找一个什么样的壳呢？一定要找一个便宜的壳。什么壳便宜呢？市值越小越便宜，这个就解释了 A 股市场的大部分。

但是，在这个过程的背后，我们对它做了三个评论。

第一个评论**这个过程有助于资金和资源引导到市场，可能成为未来的成长方向的实业投资领域**。比如说我这个公司要拍一个电影，这个电影有很好的渠道，马上装到上市公司就会拿到很多钱，通过这个机制，它实现了资源的市场化的配置，把资金、资源和储蓄，配置到现在这个领域去，提高了资本市场的效率。

第二个评论是**市场的投资者在这个条件下，他的主要精力是找壳，找小的壳**，这个过程对投资行为的影响很大，但是这个过程很大程度上是一个合理的投资哲学、投资逻辑和投资行为。怎样避免投资的扭曲呢？这是需要讨论的。

第三个评论是**把大量的资产装在上市公司或者实业经济领域的企业主，把高估的资产装到上市公司**，这个过程当中，有没有交易，没有人知道，资本市场的资深参与者都悲观的说，我只要说把它装进来，马上股票就会涨起来，然后并不见得实实在在的把它装进去，这个在很大程度上是扭曲，也是值得讨论的。

IPO 的过程受到更严格的监管，对所有参与者来讲，我们刚才讨论的所有扭曲和不公正都会消失。但是，在中国 A 股资源上市地位的稀缺性，尽管三中全会讲了注册制，据说明年要开始落实注册制。但是，至少迄今为止，这个问题还没有很好的解决。紧接着问题又来了，全世界这么多股票市场，像中国这样上市地位，作为一种壳，它非常的昂贵、有价值。这一点不需要学习太多复杂的经济学逻辑都知道，它作为行政审批过程，它创造出来这么大的经济价值，这个本身是没有必要的，要通过注册制，通过市场化发行来解决这些扭曲，这些道理即使小学毕业的学生，有一点常识都是可以明白的，更不要说中央领导，监管部门，他们都受过很好的教育，对很多问题，理解比我们还要更深刻。但是，为什么这个问题在实践始终解决不了呢？这背后我认为有两个更深层次的问题，而这两个更深层次的问题，困扰着中国资本市场的改革，甚至困扰着中国更一般性的市场化导向的经济改革。这两个问题不解决，其他的讨论都是瞎掰。深层次有哪两个问题呢？

第一个问题，维稳思维，在我们几乎所有的经济工作当中，维稳是高压线，只要碰了这个高压线，马上给你断了。第二个是“父爱式管理”。这跟我们东方人的文化传统有关系，但是不见得能够解决。稳定是压倒一切的，意味着所有的工作，一旦

存在维稳的风险马上要退回来。我们知道现代的经济体系，更不要说复杂的金融体系，它一定需要一个支柱，一个独立公正，值得信赖的司法体系。现在的市场经济更不要说金融体系，一定需要这么一个支柱，一个独立公正值得信赖的司法体系。那么什么叫维稳呢？政府自己对自己的司法体系都没有信心，你怎么指望市场参与者，指望国内的投资者，散户对它有信心呢？都没有信心的结果是出了问题没有规则，现在出了问题的规则就是小闹小解决，大闹大解决，不闹不解决。而只要按照这个规则解决问题，所有的主管部门，所有的地方政府，包括地方债、IPO 发行、征发，所有的问题一旦碰到这个高压线都得退回来，在这样的情况下，这个市场没法建立一个以规则为基础的模式上去运作的，它的后果是存在大量的扭曲。而作为技术性的解决方案，如果不触及这个问题，最终都是无法解决的。

但是，问题在于维稳思维谁能解决得了呢？中央领导给地方政府，给所有政府官员的第一条指令，稳定压倒一切，只要稳定出现问题，先拿下再说，别的问题再讨论。而维稳逻辑下培养出来的政策逻辑一定是一出问题，马上缩回来，壳子也得稀缺性，我们从过去一年以来，或者更长时间的改革来看，与这个是密切相关的。去年年底，今年年初，证监会下了很大的决心搞注册制，结果是什么呢？结果每两天有一个股票上来，然后巨额的溢价发行，然后在这个发行过程中，大股东大量套现，最后的结果，证监会马上退回来。退回来，所有的方案比较来比较去都有问题，最后采取了一个行政定价的方法。行政定价的方法是逆市场化潮流而动的，所有的领导都知道，证监会的领导也都知道，但是这样的方法它安全，它使得我们可以避开维稳的高压线。

所以，这个就是我关于三中全会以来对中国资本市场的总结。三中全会提出了很多很好的目标和方向，在实践之中我们看到有一些成果，资源涨起来了，资源一定程度得到了比较好的配置，新三板也开出来了，但是这些技术性解决的方案，恐怕不是最彻底和最根本性的，而**最根本性的方案，需要更高层的领导真正能做到四个自信，真正能够做到制度自信，道路自信，理论自信，真正能够做到把对经济工作的管理，对金融市场的监管等等纳入到和回归到司法轨道上，然后真正能够做到逐步的放弃“父爱式的管理”，让市场独立的发挥作用。**而我相信所有技术层面的细节，领导心里都明白，谢谢大家！

张峥：感谢高善文先生，我有很大的感触，一会儿我们还可以讨论。接下来我想邀请桂松蕾女士。

桂松蕾：谢谢。我作为中新融创一个资本市场的参与者和实践者，我从微观的角度谈谈我的一些理解和我们正在操作的一些事情。从中新融创来讲，我们主要投资群体是资本市场和上市公司，随着整个中国资本结构的转型，应该来讲上市公司，尤其是民营的上市公司将成为整个经济结构中间最有活力的一个群体。所以，我们投资的聚焦在于新兴产业的民营企业和民营企业。从我们服务的这些群体来看，实际上有三个强烈的趋势，是我们在合作过程中深刻感受到的。

第一、随着国家的经济结构的调整，对于企业来讲，它的产业重组、兼并、收购是一个巨大的趋势。那么，通过这样的一种传统产业从重资产往轻资产的方向转型，新型的产业通过资本市场借助资本的力量，快速的在自己的市场中扩张份额，实际上都是通过重组和并购这样的方式完成自己企业的转型。

第二、新兴的信息革命对传统行业带来了巨大的挑战，也催生出企业巨大的需求。

第三、对投资机构的挑战。在移动互联网，在大数据时代也是非常明显的。举例来说，比如一个意见领袖，他过去可能只能通过新型媒体发表自己的一些评论和观点，但是现在他可以借助一些新的金融工具，像众筹这样的工具实现他整个的意见，转化成一种金融产品的模式。这是一种新的投资模式，实际上对我们传统的 B2C 的机构来讲，也是一个巨大的商业模式的挑战。

我们看到这些企业家很重要的趋势，是一个**跨境的趋势**，因为他们的企业如果是传统企业，它的产能需要去嫁接全球的市场需求，如果是新型的需要发展的公司，他需要寻找到新的技术，帮助他嫁接整个中国市场的变革。那么，在这个过程中，企业的需求是一个全球化的需求。

第二个需求在全球化的过程中，是个人的高端的净值客户，他们本身也发生了整个的个人资产全球化配置的这样的需求。所以，在这样的我们服务的这个群体，三个大的趋势的变化下，我们**在操作层面实际上采用的是一个股东积极主义和综合的金融服务这样的一种办法。**因为我们看到了他们的需要，也看到了整个市场这些公司的机会。因为我们自己的集团也是一个综合的金融集团，它可以在一家企业上实现股权投资，实现债权投资，实现各种金融的这种工具，来为这家企业的成长服务。实际上相当于在某种程度上，我们相当外在一家企业实现了混业经营的模式。所以，在股东积极主义的影响下，我们会量身订作，为一家公司实现它在战略上的转型，在股东治理结构上的完善，运用资本和金融的这种方式，去实现它企业的发展。所以，在这样的一种提供服务的基础上，我们发现这样一个企业群体是非常值得投资的。但是，从另外一个角度我们也特别感受到，在投资这个群体的时候，依然有很多不完善的地方是整个中国的资本市场很难提供的。因为它是一个民营的群体，相对来讲它的信用评级比国有企业就是要差很多。那么，相对来说获得低成本的，大量的资金的可能性要低很多。所以，这是我们看到的第一个比较大的困局。

作为一家投资机构，对于这样一种以资本市场为主的股权投资的从业者，实际上我们可以采用的金融衍生品和对冲工具也是非常缺乏的，在这个过程中，我们风险可以转移的可能性也是非常低的。所以，这两点我们也看到在投资上的局限性。今天是中国资本市场的论坛，我们也提出这两个问题供大家探讨。谢谢！

张峥：感谢桂松蕾女士，我们说金融要回到金融的本质，就是服务于实体经济，桂松蕾女士用她实际的经验跟我们分享了很多有益的观点。接下来有请梁鑫先生。

梁鑫：谢谢主持人，我是做财富管理行业，我所代表的行业，实际上就是中国资本市场的投资者。因为我做服务的工作主要是给高净值人士提供资产管理，投资理财服务的。说的高大上一些，就是私人银行，说的通俗一点，就是给有钱人做理财。应该说之前我们学者和业内从事人士也是陈述了中国资本市场上需要提高，需要改进，或者还有很多欠缺的地方。但是，应该说从我做私人银行七年的时间，**正是因为中国资本市场有很多欠缺需要改进的地方，才促进了中国的私人银行的发展。**为什么这么说呢？因为大家可能都知道，中国的私人银行的机构开始来做业务，是从2007年开始，2007年恰恰是我国股市最疯狂的时候，2007年10月份股市经历了6000点。这个股市一路下滑，正好到2014年，这七年时间也是中国发展最初的七年。这对中国的私人银行市场做了一个非常重要的奠定作用。

我们现在所接触的这些客户，绝大部分也是改革开放后的第一批富人，这些人经历了2006和2007年股市的快速上涨，对理财市场，投资市场盲目的自信，到2008年以后逐渐的回归理性，他们对财富管理和私人银行这种专业的服务有了一个初步的认识。这是我觉得资本市场对于私人银行这个行业做出的第一个贡献，就是教育了我们这个高端的投资者。

第二、资本市场在这几年的发展，特别是从2008年以后的熊市，对整个中国的私人银行行业来说，确定了中国私人银行行业主要的差别类型。因为还是要回到它的时间点，2007年是中国私人银行开始成立的时间，当年对个人投资者有两个非常重要的市场，一个是QFII和FDII，另外一个就是专户理财的产品，这些产品不管是投资海外，还是投资国内都赶上了一个非常高的点。2007年下半年发的投资海外的产品，在2008年经过金融危机，当时到2008年底，2009年初的时候，有的海外投资产品，净值已经达到0.5-0.6，就是一半已经没有了。国内的产品，从2008年开始做专户的产品，绝大部分可能追求相对的回报，可能有的产品也是亏的比较多一些。这种产品的出现，使得当时的私人银行客户对于整个资本市场，更准确的说，是对二级市场的产品是非常的害怕。所以，当时我们接触的很多客户，它在产品可能是三性，收益性、流动性和安全性来讲，最在乎的是安全性，其次才考虑收益。所以，资本市场从2007年以后的大跌，实际上在一定程度上确立了我国私人银行市场主要的产品。另外，还促进了国内信托行业的发展。因为刚才我也提到了，他们确定的主要产品是类固定收益的产品，做这个产品比较多的一个是信托，另外一个就是资管产品。信托从2010到2013年，经过四年翻了两番，包括资管产品，从2013年开始，一年多的时间也是达到万亿级的水平。

刚才说到资本市场上的弊端，或者它的这种熊市，在一定程度上催生了我国私人银行市场。但是，从长远的发展来讲，从我们私人银行的从业人员来讲，还是更加希望我国的资本市场能够更加完善，更加稳定的发展。因为**私人银行在国外来讲，也都是经历三个阶段的发展。首先是简单的产品销售。第二就是资产配置，给客户做资产投资组合，第三到全权委托的资产管理的时代。**从我们来讲，现在可能是最初级的产品销售时代，如果再往后发展，可能还需要各种产品不断的组合。所以，我们还是非常希望学者包括从业者能够继续不断的完善这个市场，让市场用它本身的

力量调节我们整个资本市场，从而使我们在市场内部的各个参与者都能够得到它想得到的这部分，谢谢！

张峥：非常感谢梁鑫先生，杨贤先生可能有一些补充。

杨贤：我有一些要补充的。讲中国资本市场的时候，一定要去看它的两面性。比如刚提到正是这些扭曲、这些偏差，为私人银行、信托基金带来一些机会。长期来说，这些扭曲最终会获得校正。这也就说明了中国的资本市场在信息处理方面有所改善，在风险分配上面有所改善，**资本市场最终会成为一个自我纠正、不断提升的机器。**

第二、我觉得我们也必须要认识到所谓的半仰赖。如果 1978 年到 1985 年间，当时我们说中国的资本市场是什么样的？当时的资本市场只是为了服务政府的需求，没有别的用途，一直延续这种情形到最近。中国政府一直在很努力的希望能够让资本市场更加的丰富，我觉得政府这个做法仍然是对的。但是，刚才高先生也提到，我们必须改变政府的心态，从前可能是为政府服务，但是银行是为社会的继续发展而服务，不是为政府服务，这是心态的改变。但是，在心态改变的时候，政府必须改变他们的绩效考核指标，但是光说不练是没有用的。我们必须要想一下有什么样的激励方式，能够让政府指引的现象逐渐的消除，能把这些 KPI 关键绩效指标改变。还有他们背后拿来对冲作为指标的金融工具进行改革。

同时，我们需要思考我们为什么需要资本市场，为什么资本市场的开发就会带来更多的波动跟不稳定的因素。我其实想听听大家的一些想法。因为所有的金融分析以及研究都显示，资本市场越发达，它不应该是越不稳定，它应该是越稳定的。

如果我有缺口，如果我有扭曲，如果我能够让我们的资本市场满足富人的需求。但是，一方面又没有足够的信心，那么这就有点像眼睛盯着一个压力锅一样，即便政府说要去改革，但是你又没有任何地方把这个压力阀释开，所以你看着这个压力锅像一个定时炸弹一样。由于我是来自新加坡的，所以我还想强调的一点就是中国现在是世界上第二大经济体，中国资本市场的扭曲它可以在全球的市场当中有这种溢出效应，会波及其他的地区。作为第二大经济体，我们是有全球担当的。所以，我们首先必须要改善自己的资本市场，因为时代已经改变了。资本市场必须要服务于经济，不是服务于政府。所以，**中国作为一个领先的经济体，首先必须要能够让资本市场有所担当。**

刘俏：我刚故意绕开股票市场没说，因为我观点比较激进一点，我觉得理解中国资本市场，股票市场为什么表现不好，最简单的一个逻辑，就是你没有好的上市公司。我们算过，**中国资本市场 2000 多家上市公司，把保险等除外，平均收益率 3%，这是中国整体上市公司的基本质量。**美国同期过去一百年，大概是 10% 的样子，就是美国上市公司的质量，按照投资资本收益率来算，是我们的 3 倍还要多一些。如果按照经济学的观点，你买这个股票的收益率跟企业它的投资回报之间是划等号的，否则实体跟金融之间就有套利机会了。

按照这个道理讲，上市公司的投资资本收益率只有 3%，你买它的股票，预期的收益率只有 3%，然后说股市的春天来了，然后大家会问，为什么中国资本市场的投资收益率这么低，因为行政阻挡，扭曲太厉害。其实我们十年前做过研究，我们发现中国的壳资源，按当时的估测大约 30%，也就意味着因为行政扭曲所带来的市值上的损失，相当于中国股票市值的 30%。假如中国上市公司 A 股市场总的市场是 30 万亿人民币，乘以 30%，九万亿人民币，这是行政浪费带来的扭曲，带来的损失，完全可以消除掉。九万亿人民币什么概念，整个产业也就是六万亿的样子。

赵学军：其实我跟高善文博士两个的观点有点不同，我认为，市场化机制总体是对的，但是在发行的问题上，以及比如市场化的机构，降低门槛，包括本环节可能要讨论的类似利率。利率市场化，如果仅仅做利率市场化是绝对做不到的，必须有整个的管制的市场化。就是谁想办银行都可以办银行，在充分的市场结构下才会有利率的市场化。任何东西，市场化一定前面都得想个前提，今天我们努力推进的，如果还是四大银行，还是现行的结构，市场化的结果是资金成本更贵。所以，虽然冲突，但是假设的场景不一样。

再比方说，我觉得中国的资本市场，我同意杨院长的看法，中国资本市场今天比以前有效了。为什么小企业就应该贵？为什么大企业就应该便宜？它有它的道理。假设我们管制了 2000 亿的公募基金，1500 亿机构的钱，每天得研究钱怎么赚钱，你必须想出，它到底是对的，还是错的，它是有道理的。小企业如同一个北大的学生一样，你在他身上找优点，他未来的前途是巨大的，你现在要找他的优点。四五十岁的人，要在身上找缺点，这人人品差，能力差，你找的是缺点，不断的去挑剔它。所以，它的利润 30% 的增长是不如那个 30% 的，那个是个优点，这个 30% 是不够的，尽管这个 30% 对它已经没有办法承担了。它每年 30% 增长，只能给它 10 倍市盈率还多了，这就是你作为一个投资人，当你去理解事物的时候要有不同的角度来看问题，所以存在就是有道理的，当经济下行的时候，经济越下行，越贵。存量房子太多了，谁能把存量房子变成新的模式，它有它的道理。所以，我跟高善文博士有一点区别。

张峥：我想北大的论坛目的就是分享观点，碰撞思想。我不知道高善文总你还要给我们聊一聊，还是我们把话筒交给底下的听众？

高善文：我知道在座的大家都是对资本市场很有兴趣，对中国经济改革很有兴趣，对中国资本市场也很有浓厚的兴趣。然后大家在这些问题上，都有很多深入的研究，包括赵总总是对未来抱着乐观的看法。我想开一个玩笑，举个稍微远一点例子来说我们现在所存在的问题。从我的角度来看，尽管不一定说的对，可能部分能够回答刚才大家提到，包括赵总提到的个别的问题。

我们去研究历史，有时候可以给我们很多的启发，我们知道 1644 年的时候，满族 20 万人孤儿寡母进入山海关，入主中原，站在当时的角度来讲，对李自成，对关外

的满族都是一个巨大的意外。但是，从他们入主中原以后，在随后 100 多年的时间里，以人口和国家的疆域面积而论，他们几乎建立了历史上最为强盛的王朝，它有可以稳定统治的庞大人口数量，可以稳定统治的疆域的面积，包括财政收入，在历史上建立了从很多指标来看最强大的王朝。这个王朝如此强大，文治武功虽然在历史上也遇到很多的挑战，但是从道理上来讲，它是非常自信的。但是，我们也知道，满族起于东北的白山黑水，他们入关以后，始终有一条严格的禁令，就是禁止汉人私自出关。为什么呢？因为他们担心一旦在中原有变化，他可以退回到自己的关外故地，这是一个最基本的想法，他没有安全感。而这个现象是什么时候改变的呢？到咸丰朝以后才改变，开始有意识的管理大量私自出关的农民，他在历史上那么强大的时候，内心深处都没有自信。或者换一个说法，内心深处没有安全感。我们现在的政权呢？它是在及其残酷的条件下成长起来的，作为创业的这一代领导人，在他的年轻的时候，在他成长和创业的过程之中，经济的制裁、党内斗争，危险无日无止，结果是在非常长的时间里，今天我们的政权这么强大，经济总量世界第一，人口世界第一，所有的内外挑战，从历史上来看，包括到现在，对我们党都不在话下。但是，在很长的时间里边，在我们领导人的内心深处，我个人认为是缺乏安全感的。缺乏安全感的逻辑后果是什么呢？就是维稳，一旦没有稳定，很可能威胁到更大的，更严重的问题。**既然维稳这么重要，为什么还要改革呢？道理两句话，改革是找死，不改革是等死，不改革，风险更大，稳定更难以保证的时候，就被迫选择一个相对风险小的路径。**

我们历史上几次大的改革，都是出现严重的问题，1978 年的改革是建立在百废待兴，国家几乎难以用语言来说的严重的危机的面前它才选择了改革。1992 年为什么小平同志选择改革呢？小平同志讲的都非常的尖锐，但是很多人忽略了当时的一个背景，1990 年，1991 年苏联和东欧的普遍崩溃，这么庞大的一个苏联帝国，一夜之间垮了，东欧社会主义国家一夜之间垮了，这个对最高领导人心里的刺激是非常大的。所以，小平同志讲，不改革会亡党、亡国，他知道改革的风险很大，但是不改革风险更大，所以他选择了改革。所以很多体制内的人讲改革都是倒逼出来的，如果有很多扭曲，你就让它扭曲。但是，直到混不下去了，没有办法了，不改革，当时就把你放倒了，所以被迫选择了改革的道路。所以，在一定程度上，我们这一轮的改革，也是全球的金融危机，四万亿留下的很多的后遗症，严重的各种经济扭曲，缺乏增长等等，在这些条件下，政府被迫再次选择了改革的道路。

所以，我想说的是改革不能按照经济学的逻辑看问题，在经济学逻辑的背后有一个更大的逻辑，如果我们不能理解这个逻辑，然后去提政策建议，你基本上是瞎掰，你放在最高领导人桌上，最高领导人马上扔到垃圾桶里边了。所有的改革措施，你一定要保证一旦采取下去，你的风险要比不改革要更小。不仅仅是金融市场，不仅仅是资本市场，当然包括更大的范围之内，改革的逻辑，政策的逻辑在根子上恐怕都是这样的。当然，还有很多技术问题，我不讲了，谢谢大家！

张峥：感谢六位嘉宾，事实上我相信每一位都有很多的想法和观点要分享，但是我们现在还是要把话筒留给在座的听众。

观众 A：您好，想请教一下高善文老师，第一个就是壳的紧俏，您感觉还能维持多少年？就一年，两年，三年？第二个问题，沪港通马上开了，开了之后，对大陆的大市值的影响，对香港的那些创业板的影响。当然，您也可以反过来看，大陆的很多中小市值的股票会不会下滑？香港那边大市值的会不会下滑？我希望您感性的回答，谢谢！

张峥：我觉得善文总不会是感性的，他一定是理性的。

高善文：一定时间之内，对小市值股票的定价的心理影响可能多少有一些，但是我们认为也许是可以忽略的。**真正的问题是大市值股票，特别是大陆的银行股，有一些明显的低估，而且一般的看法是沪港通以后，这个低估在一定程度上会有一些收窄，**现在它的高估程度已经不是很大，但是一定程度上会有收窄。

我补充两点，第一点，两地大市值股票的差是不会消失的，原因在于没有一个转托管安排，所以，使得在 A、H 股之间的套利是比较难操作的。另外，A 股和 B 股，都是相同的上市公司，历史上一直到现在都有很多的差价，而且波动很大，是消失不了的，是因为 A 股和 B 股之间没有一个类似的转托管安排。所以，它的影响也许是春风化雨，从长期来看，对提高金融市场的稳定性有帮助，但是它的影响没有那么大。

第一个问题，壳价值什么时候消失？我们看两个问题，壳价值是从一个入口和一个出口两个方向上来的。所以，壳价值什么时候消失，要看这个入口和出口什么时候发生变化？什么加出口，大陆资本市场建立迄今为止 20 多年的时间，退市的股票是几乎没有的，我承认也有，但是几乎是没有什么。一个公司都已经是严重的负资产了，还有很多人愿意炒它，而且从历史上来看，一定能赚钱，而且很可能赚大钱。为什么不让它退市呢？是因为一旦退市，散户马上跑到证监会楼顶上跳下来，马上压力就来了，小闹小解决，大闹大解决，弄到最后，证监会想到更方便的办法，找一个壳，想办法把你的资金注进来。所以，从出口上来讲，历史上我们有很好的退市制度，为什么执行不了呢？一致性，很多人跳出来了。跳出来以后，它就各种手段，甚至裸奔，在证监会门口裸奔，这是算比较文明的，不文明的，他就跑到交易所的楼上，就要跳下去，给你的压力是非常大的，这是从出口来讲。

这个出口什么时候能解决呢？如果壳价值要消失，这个问题什么时候能解决呢？这是一个问题。从入口的角度来讲，就是注册制。按照去年年底，今年年初本来说今年要加速推进注册制，最后一下倒回到行政定价发行，是因为往前走了一步，这个压力太大，干脆一退，把过去十年的改革的成果都退没了，一下退到更远的定价发行的道路。按照现在的说法，明年要考虑注册制过渡，希望再过一两年，能够很好

的过渡过去。但是这个过渡能否成功，以及退税制度能否很好的运作，根子上是你在多大程度上愿意承担改革的痛苦。特别是作为主管部门，中央领导是不承担痛苦的，关键是你作为主管部门，你多大程度上能承担这个痛苦？而这个是变数非常大的。所以，三中全会写的很好，大家的想法说明年，后年问题就解决了，我看不一定。我看 2020 年能基本解决就不错了。谢谢大家！

张峥：时间关系，最后一个问题。

观众 B：刘俏老师，我问您一个关于地方政府资产负债表的问题。我觉得比如给商业机构定资产负债表这个在技术上已经很成熟了，但是你给地方政府定资产负债表，我就想问一个技术上的问题。地方政府最大的资产是什么？是政治权力，而且不同的地方政府拥有的政治权力是有差异的，如果把权力计入资产负债表，怎么做量化衡量。

刘俏：非常感谢提这个问题，我长话短说，其实你就把地方政府看成是企业，这样现有的国际快准则所有的东西都可以用，我们用了之后觉得非常好，这里面说的权力，就是无形资产怎么把它反映到你的负债表里面，**中国现在发展地方债市场，最需要的是一个定价机制，所以我今天讲形成中国地方债的收益率曲线。**你不能出现收益率曲线，比如山东省的地方债比财政国债利率低，这种收益率曲线是变态的，不能延续的，所以我们急需这样的收益率曲线。而这点我个人感觉你只有引进市场化的机制，最后它脱颖而出，变成一个市场的基准价格。我觉得我们到现在这个年代，改革开放 30 多年之后，有一点一定要相信，就是市场比你想想的聪明，另外你一定要对市场有信心，如果这点我们还建立不了共识，2020 年，2030 年都悬我觉得，谢谢！

张峥：谢谢各位来宾，特别要感谢六位嘉宾。我们这个论坛主要的目的是碰撞思想，共享智慧。时间关系，我们本场论坛到此结束，谢谢大家！