

中国金融改革的回顾与展望：关于深化金融改革的几个问题*

周 正 庆

（全国人大常委会、财经委副主任委员）

十一届三中全会以来，我国的金融改革已经走过了 26 个年头，取得了举世瞩目的成就。作为有中国特色的社会主义市场经济重要组成部分，我国的货币市场、资本市场和保险市场都得到了较快的发展，金融宏观调控体系正在不断完善，为推进我国经济持续稳定健康的发展做出了重要贡献。然而，我国金融改革和对外开放在服务经济社会发展大局，服务社会主义和谐社会的建设中依然存在许多需要解决、无法回避的问题。我认为，当前值得关注和深入探索的有以下六个方面的问题：

一、要认真、实事求是的总结 20 多年来金融改革和对外开放的经验和教训

我国的金融改革和对外开放已经走过了 26 个年头，既取得了辉煌的成绩，也付出了相当大的代价。我国金融改革和对外开放的实践，要进行认真地、深入全面的分析，才能温故而知新。今天在这里给大家讲这个问题，就是因为我有幸参与了中国金融改革的全过程。我在金融行业已经工作了 54 个年头，所以我对整个中国的国情还是比较了解的。我认为，20 多年金融改革应当吸取的最基本的教训是，必须依据我国国情，从实际出发。

根据小平同志的“三个有利于”和建立和谐社会为目标，积极、稳妥、有力的推进金融改革和对外开放。实践证明，凡是能够从社会主义初级阶段，以及公有制为主体的客观实际出发，消化吸收世界各国的成功经验，认真探索有中国特色的社会主义对外开放道路，就能够取得比较明显的成就。反之，凡是脱离社会主义初级阶段的基本国情，盲目照抄外国经验，改革就会走弯路，甚至导致改革失败，加大改革成本。

比较成功的例子有五个方面：

第一，适应我国经济发展的不同阶段，不断改进金融调控，逐步完善货币政策的目标和手段，初步积累了治理通货膨胀和通货紧缩两方面的经验，这是很不简单的。在我们研究货币政策的时候，我出了一本书《中国货币政策研究》，当时主要的政策都是针对通货膨胀。前几年，我们又遇到通货紧缩的情况，这丰富了对货币政策的理解。这里我给大家讲一个小插曲，我国在十一届三中全会以后，中国只有大一统的银行，全中国只有中国人民银行一家。后来才逐步建立了商业银行体系，这时人民银行才开始专职负责中央银行的职能，我们才开始研究货币政策。最重要的是，用什么货币政策来调控经济，这个过程我们花费了很长的时间。大概是 1993 年底，美联储主席格林斯潘来中国访问，当时他带来了一个问题，他始终不明白中国这样的经济体制如何进行宏观调控。当时我是党委书记，常务副行长，所以由我来接待。会谈的时候，格林斯潘开门见山就问我这个问题，中国如何进行宏观调控。我当时不客气的跟他说，这个问题你问我就等于问对了。很多人无法回答你这个问题，是因为他们不了解中国国情，也没有从事中国金融改革，以及建立中央银行以后如何进行金融调控的实践。我告诉他，解决这个问题最关键的一把钥匙就是要理解，比如美国宏观调控的“三大法宝”：公开市场操作、存款准备金和再贴现，这些在中国都没有。当时在中国还没有建

*本文系根据全国人大常委会、财经委副主任委员周正庆研究员 2005 年 10 月 10 日在西南财经大学的专题讲座整理。

立公开市场操作的机制，再贴现的基础是商业票据，当时也只有在上海、北京这些发达城市才有，所以再贴现也不管用。存款准备金，当时中国还都是国有银行，所有银行都是贷差，叫信贷差额，就是说存款全部用完，还需要人们银行贷款才能活，不像现在是存差。所以，银行也没有存款准备金制度。“三大法宝”在中国都不起作用，最多有半个，就是提高贷款利率。在中国宏观调控主要是靠控制贷款指标。每年根据经济发展的目标对各家银行分配指标，超出指标以外的部分需要向中央银行申请，所以在当时中央银行的权威非常高，因为离开中央银行商业银行就无法继续经营下去。也就是说，我们以控制贷款指标作为重要手段服务于利率调整。格林斯潘听完以后恍然大悟，从此我们还建立了朋友关系。从他那里我了解到几个问题，首先是美国当年的 GDP 增长率，这是一个非常重要的经济信息；其次，我当时就问格林斯潘，你们美国经常都在调整利率，你们主要的依据是什么？其实，这个问题我曾问过美国前任联储主席沃克，沃克的答复十分简单，他说我的调控就是凭我自己的经验。高层人士的行为与理论是有差别的。格林斯潘的回答是，每天他最重要的事情就是观察股市，如果股市有点热了，就提高利率，为股市降温；如果股市低迷了，就降低利率，保持股市平稳。所以，美国央行在宏观调控中的很重要的一个手段就是公开市场操作。当然他们也会考虑其他方面，但是最主要、最关键的就是针对股市来调整。

所以，第一个问题从我国比较成功的例子来看，就是信贷指标管理、规模控制和后来的比例管理。因为规模控制太死，所以后来又引入了比例管理。什么叫比例管理呢？就是要求商业银行吸收存款后，用于贷款的比例不能超过 75%。经过这几年发展，现在央行公开市场操作这几个手段都有了，再贴现还是用的不多，存款准备金是中央银行宏观调控最硬的手段，我在当中央银行行长的时候一次都没用过。也就是说，我国货币政策的目标和手段在不断的发展。特别是后来我们通过扩大内需，发行国债，解决通缩问题，在这些方面我们是有经验的。

第二个成功的事例，就是从大一统的银行体制到建立中央银行体制，并逐步推进成立不同模式、不同类型、多层次的商业银行，这个改革是成功的。我刚参加工作时，整个中国的金融部门只有中国人民银行，外汇、保险什么都管。这是怎么来的呢？我们是带着银行进城的。当时北京解放之前，就在河北成立了中国人民银行，后来学习苏联经验就逐步形成了大一统的体系。当时学习苏联也有照搬照抄的现象，我记得当时叫八种结算方式，这是高度集中的计划体制的一些结算方法。后来，从大一统的人民银行分设出了四家专业银行，再后来变成国有银行，现在进一步发展，开始进行股份制改造。

第三个成功的例子是从计划经济到市场经济转轨的过程中将两种汇率体制并轨。1994 年之前，我国的汇率有两种，一个是国家牌价，一个是市场牌价。国家牌价最低的时候是大概 2 块多人民币兑换 1 美元，后来逐步涨到 5 块多兑 1 美元。市场牌价则是 8 块多、9 块多。那么，在建设市场经济过程中，两种汇率并行就带来了很大的问题。计价、结算按照哪个价格？按国家牌价的话，市场的价格不是这样。并且，这当中还造成了很多腐败。因为国家外汇牌价与市场牌价中间存在很大的差价。所以我们才需要改革外汇体制，并轨两种价格体系。当时我出国访问，在路经苏联时，发现苏联也是两种汇率。官方价格是 2 个卢布兑 1 美元，市场价是 30 卢布兑 1 美元，这个差价是相当大的，中国的情况要好一点。所以，我们经过研究以后，实行了外汇体制的改革，并轨两种价格。当时实行并轨的时候，风险还是很大，很担心会引起抢购风潮，但是由于措施得当，顺利实现了外汇汇率并轨，而且逐步建立和完善了外汇管理的幅度和机制。94 年开始实行有管理的浮动汇率制度。这次改革到今天，我国实行的仍然是有管理的浮动汇率制度。当然还有几句话是，以市场供求为基础，不单纯与美元挂钩，而是与一揽子货币挂钩。我认为这个改革是所有金融改革中最顺利、最成功的改革。

第四个成功是，几经反复、不断探索，使农村信用社改革逐步走上了正轨。我认为现在

的农村信用社改革的思路和方案是符合中国国情的。当然，在执行中还需要注意许多问题。

第五个成功是，金融法制建设取得了长足的进步。现在，人民银行法、商业银行法、证券法、投资基金法、信托法等金融领域的重要法规相继出台，去年银行监督管理法也出台了。

例子还有很多。这些都是从中国国情出发，消化吸收国外的经验，从而取得成功的事例。

从吸取的教训来说，我也想举几个方面：

第一，照搬美国 12 家联储的体系，设立了人民银行大区行的做法并没有取得预计的效果，没有达到原来设定的改革目标。在当时，学不学这个也是有争论的。我个人是持反对意见的。后来美国人告诉我说，你们千万不要学我们，为什么？美国的 12 家联储是历史原因形成的，既不是经济体制，也不是行政体制。研究美国联储的历史就可以知道，美国是先成立联储分行，然后才成立联储总行，这是历史遗留问题，有的还涉及政治问题。比如有的是几个州一个分行，有的是一个州两个分行。这样的设置肯定是不合理的。而我们当时设立大区行主要是考虑到要避免省政府部门干预银行调控，但是，当时没有考虑到的是，中国的经济运行是以省为单位，在计划经济向市场经济转轨的过程中，省政府对经济的领导负有重要的责任。大家可以看到，所有的商业银行也是设立的省分行，所以设立中央银行大区行的体系使得中央银行实际无法执行管理职能，没有对口的机构。实践证明这个机制是没有起作用的，起码没有达到原来的目标。

第二，改革开放以来，我们重视了调控货币市场，但忽视了对资本市场的调控，没有把资本市场的调控作为目标。比如美国格林斯潘调控最重要的一个依据就是股市，但是中国忽视了这个市场。股市持续低迷，也没有采取措施。

第三，资本市场管理本身也有诸多失误。

一个是盲目推行所谓市场化。比如说放开了股票再融资的限制条件。原来，上市公司如果要增发或配股是有限制的，审批合格后的融资规模不能超过第一次的 20%。后来，由于迷信市场化，取消了再融资的市场限制，在短短半年时间里增发了 300、400 亿的资金。最大的问题在于，发行这么多股票做什么。筹集了大量的资金以后没有使用的渠道，只能返回市场，给证券公司进行委托理财。“圈钱”的概念就是从那时说起的。圈钱的意思有两个：一个是弄虚作假，另一个是并不需要。这是一个放开。

还有一个就是市场化。市场化是大趋势，是好的，但是放开也必须根据国情逐步放开。过去上市公司上市时，市盈率是有限制的，因为是溢价发行，证监会需要审批，大体的市盈率不能超过 15 倍到 20 倍。后来认为这个叫政府干预，就取消了市盈率的限制。现在来看的话，按照“三个有利于”的标准，这个做法是不对的。就像当年的物价闯关，市场经济建立初期，有些理论家提出，物价这关早晚要闯，晚闯不如早闯，结果后来物价一放开就控制不住了。年纪大的人可能还记得，当时连老太太都上街排队抢购手纸。所以后来立即就停止了物价闯关的政策。就是说当时并不具备放开物价的条件，像现在除了关系国计民生的几类商品国家要加以限制，其他的都放开了，这是因为现在具备了放开的条件，商品丰富了。还有一点就是盲目对国内开放 B 股市场。本来当时建立 B 股市场是为了满足外国投资者购买中国股票，后来也是一股风，打着市场化的名义，放开了 B 股市场。本来当时大部分的老外在 B 股市场都被套牢了，这下对国内一放开，老百姓都冲进来了，当时 B 股市场的市值大概只有 30 亿美元，这下一放开价格能不涨吗，结果一下涨了 300%。那些被套牢的老外这下全跑了，当时有一句话叫“解放了全世界，套牢了全中国”。这个问题是需要解决的。就是说，开放 B 股市场还得研究为什么要开放，要运用这个市场，起码得发行新股，不能被套牢以后老在那个水平线上，这样对投资者的信心是一个打击。还有就是曾经一度决定所有的上市公司都必须经过五大会计师事务所审计才能上市。结果一实践，坏了，我们主观认为

这么大块肥肉给老外，他们还能不欢迎吗，结果人家说只审计赚钱多的大公司，小公司不接。这下就使当时准备上市的公司里有 100 家都无法顺利上市。这个时候，安然事件发生了，原来外国的会计师事务所也有干坏事的。后来更改了政策，国内好的会计师事务所也可以审计。现在纠正的办法是 10 亿股以上的大盘股需要五大会计师事务所来审计，以下的可以通过国内审计。还有就是下调证券公司佣金，采取浮动制。这个政策把所有的证券公司都打败了。本来之前的佣金比例一般都维持在 2%到 3%，各家证券公司基本都保持默契。在国外，这个事情可以由行业协会来做。结果后来一放开，有些小公司干脆实行零佣金，造成恶性竞争，把整个证券公司行业都连累了。所以在当时我们是不具备这些放开的条件。最后再举个例子，就是武断的取消了高科技企业上市要经过“双高认证”。这些盲目推行市场化的例子，而只要政府想做一点事都被认为是干预。

第四个需要总结的问题就是农村金融体制改革走了弯路。开始信用社改革走了几年的弯路，当时在改革初期，信用社的管理由原来农业银行监管，改为人民银行直接监管，包括干部任命，完全不符合中国国情。全国 6 万家信用社，不依靠政府，不依靠当地的力量，人民银行一个县就三十个干部，管很多事情，真正能管信用社不到三个人。我在基层行当过郊区行的行长，以前由 20 个干部管 20 个信用社，下面还有营业所的干部协管，30 个干部管 20 个信用社，还管得不是那么理想。改革变成三个人管了，能管得好吗？干部也归人民银行任命，这种体制肯定是不行的。开始走了这样一个弯路。再一个弯路，就是把所有的国有银行都商业化了，这是必要的，但是当时改革没有注意到一个问题，原来农业银行有一个职责是支援农业，各个国有银行每一个县都有机构同时在乡镇和营业所，就是有一个体制在支持国有银行。改革之后，最大的一个目标就是利润最大化，各大国有银行纷纷从县域撤兵，营业所撤销了，县支行也撤销了一部分，没撤销的代管权上收。结果在相当长的一个时期，县域经济没有人支持。我们中国的政权基础是县，原来国家四大国有银行都有县支行，这一改革都收走了。以后谁填补这个空白？结果，信用社改革走了弯路，其他的国有银行收缩了以后，人大组织了几次调查，中央的政策是加强对三农的支持，实践结果是削弱了对三农的支持。大量撤收县级分支机构，信贷供给明显萎缩，融资渠道由宽变窄，而且使原来支农的资金大量外流。通过邮政储蓄，从农村收来的资金全部上缴，最后交到总局，然后交到人民银行，这样，一年从农村抽走 1500 个亿。不是扩大对三农的支持，而是缩小了。而国外对这个问题都有相应的办法。比如巴西，它也是农业多，所有的商业银行必须拿出一部分支持农村建设。美国有个社区法，社区法规定，在一个区域吸收的资金必须在这个地区使用。我们仅学了一面。在改革中要吸取教训，在工作方法中要坚持实事求是的精神。真正认识到社区改革的艰巨性，复杂性，长期性，绝不能一蹴而就。凡是没有把握的都要经过试验，取得经验再推广，切忌不要盲目随意。学习国外的东西，一定要注意中国的特色，国外的经验没有现成可搬的。我们必须经过学习借鉴消化吸收，取其精华，去其糟粕。学习国外的重大改革必须吃透两头。第二是要把国内的现状吃透。在推进过程中不断总结经验。真正做到三个有利于。即使有的名词用的是国外的，内涵也有很大区别。同样是公开市场操作，在美国是最重要的调控手段，在中国起不了那么大的作用，因为传导机制，市场氛围没有形成。

二、改进资本调控，努力实现货币保险资本有机结合，协调发展

这个问题是我们金融领域改革的新问题，因为党的 16 届三中全会决定中明确提出要改进中央银行的调控，建立健全资本市场保险市场有机结合、协调发展的机制，维护金融运行和金融市场的整体稳定，防范系统性的风险。这个问题从 16 届三中全会提出以后，已经有几年的时间，我们在落实的当中需要加快步伐，我们很多问题没有解决好是和这个问题有关的，有以下几个需要我们关注的问题：第一，随着我国资本市场的发展，中央银行的宏观调控要为资本市场深化改革、稳定发展创造良好的氛围和环境。作为中央银行不仅要继续监测 M1 和 M2，这都是货币市场监测目标，而且要与时俱进，把资本市场作为监控的有效范围，

对股票、债券资金等直接融资要研究建立可随时检测的指标体系。我们到目前为止还没有。

第二个问题，既要注意对金融总量的调控，又要注意采取注意结构调整、区别对待的金融政策。三大法宝，存款准备金也好，提高利率也好，公开市场操作也好，都是解决总量的控制。而我们的经济改革和发展是结构有问题。总量控制不能控制结构。现在我们一直强调三农问题，究竟怎么支持，不能光靠总量控制。越总量调控，三农受的损失越大。信用社贷款利率是所有行业中最高的，因为成本大。要保证农村资金返回农村需要立法，就像美国的社区法。不管是谁从农村取得的资金都要返回农村。还有中小企业，中小企业是我们需要支持的，要解决中小企业问题需要解决一系列的措施，比如担保体系、优惠政策，如果没有，中小企业贷款就解决不了。

第三个问题，对市场作用要有正确认识和评价。在充分发挥金融市场作用的同时，必须注意金融市场的缺陷和失灵。对市场作用要有正确认识和评价，不可把它作为解决一切问题的灵丹妙药。市场能解决的问题由市场解决，市场不能解决的问题应该由政府解决。市场经济需要一个比较合理的法制框架，需要有严守信用的市场观念，包括了相应的教育体制社会保障网络，以及严格守法执法等一整套职能。这种问题要在市场发展过程中配套发展。经济全球化以后政府的职能在市场经济中越来越重要。跨国之后发生的问题都要政府的谈判。该找市场的找市场，该找市长的找市长，各有各的职能。

第二个问题里面有四个方面需要进行专题调研，第一个，如何适应中国有八亿农民的国情？把商业银行的改革政策性银行的改革农村信用社的改革统筹兼顾，重新组建农村金融体系。现在我们的方法不行，前一段时间还说农村信用社是农村金融的主力军，它能当主力军吗？国有商业银行也撤了，政策性银行也不管了，农村信用社有多大的规模啊？真正要加强对三农的支持，应该统筹这几个方面，建立一个符合中国国情的农村金融体系，起码经济比较发达的一个县应该有一个银行来管。其实，现在农村有很多好项目，就是因为大家远离农村，信贷资金高度向大城市大企业集中。如何从金融机构设置、信贷管理办法改革、担保体系的建立，以及出台必要的优惠政策方面，真正解决中小企业贷款难的问题。举一个例子，人民银行原来有一个政策叫做贷款通则，规定了一系列的商业银行贷款政策，按照规则，中小企业一家都不能给贷款，给了就违规。为什么不修改贷款规则？至少要给符合中小企业实际的政策和监管要求。中小企业和大企业不一样，不能用同一个贷款要求。农村贷款也是这样。据说国外都有对中小企业单独的合适操作的政策。

第四个问题，要研究和确定合理的外汇储备问题。这个复杂的问题只能研究。今年我们的贸易顺差又是一千亿，过去如果有这么大顺差是好事。外汇储备，多大的量是合适的？但这事情并不是很好解决。最近有一个报道说，扩大内需，少出口。扩大谈何容易？你要有消费能力。为什么大声呼吁要支持三农，农民的购买力上不来，消费能力上不去，城市的大部分家庭有了钱能消费的都购买。再加上教育经费、医疗经费、养老经费，所以，我们的储蓄总是高，就是消费不起来。这个问题要研究怎样合理利用外汇，合理支持经济结构的调整，改变经济增长方式，有利于落实科学发展观，发挥外汇储备的功能。我认为这是一个近一两年出现的迫切问题。同时对汇金公司的性质、职能、作用要有明确的定位，明确的法规约束，防止不正当、不谨慎地使用外汇储备带来的风险。对外汇储备的运用一定要有一个非常明确的、权威的机构去运作。汇金公司既不是企业，也不是国家机构，而是人民银行下属的一个机构，要弄清其性质、职能、作用，比如说，像新加坡一样，改成国家投资公司，变成企业性质，因为外汇储备是国家的，不是人民银行的，它是国家的职能，否则会因为缺少决策过程中的调研而出现风险。

三、关于积极推进资本市场改革开放和稳定发展

高度认识、大力发展资本市场的重要意义。党的十六届三中全会明确提出了要大力发展

资本和要素市场，积极推进资本市场改革开放，扩大直接融资，建立多层次的资本市场体系，完善资本市场结构，丰富资本市场产品，规范主板市场，推进风险投资创业板的建设，积极拓展债券市场，完善和规范发展程序。这是第一次党的文件用大量的篇幅论述资本市场，说明了大力发展资本市场是一项重要的战略任务，对我国实现在本世纪头 20 年国民经济翻两番的目标具有重要的战略意义。

中国资本市场十几年的发展证明，解决认识问题至关重要。中国资本市场怎么了？持续 4 年低迷，谁买股票套谁，证券公司全线亏损，中央这么重视，为什么股票市场搞成这样？作为一个课题提出来了。我们需要做深入的调查和研究，实事求是地分析，不要简单地地下结论。为什么认识问题至关重要，实践证明，思想认识统一，比较正确，它能推进资本市场的健康发展；反之，出现思想认识上的混乱，就会阻碍资本市场的发展。比如 90 年代初期的资本市场有一个很重的大帽子扣在那儿，谁搞资本市场谁就是搞资本主义，现在就没有这个问题了，所以当时大家很彷徨，搞资本市场就要搞市场经济，就是要搞资本主义，所以小平同志南巡讲话当中提出来姓资姓社的争论问题、到底能不能搞股份制、资本市场，他主张这些东西允许看，但要坚决地试，社会主义要相对资本主义有比较优势，就一定要大胆地吸收一切由人类社会创造的文明成果，及西方国家的一切先进管理方式和方法，所以当时我们就在探索股份制是不是符合以上的要求，我们学习了马克思在资本论中的有关论述，对我们研究认识这个问题非常有帮助，他指出：股份制度是在资本主义生产方式范围内产生的、通向一种新的生产方式的过度形式，它是在资本主义体系本身的基础上、对资本主义的私人产业的扬弃，它越是扩大，越是侵入新的生产部门，它就越会消灭私人产业，那种本身建立在社会生产方式的基础上，并以生产资料和劳动力的生产集中为前提的资本在这里直接取得了社会资本，即那些直接联合起来的个人资本的形式，而与私人资本相对立，并且它的企业也表现为社会企业。马克思还高度评价了股份公司的独特作用。

我为了验证这个“扬弃”，到国外考察的时候专门做了调查，为什么很多大的家族企业不上市。调查结果发现，真正的家族企业、私人资本是不上市的，因为一上市就得公开、公正，要接受各方面的监督，同样我到国内征求民营企业家的意见，他们说：不愿意上市，我自己的钱我愿意怎么花就怎么花，不用接受监督，而且我又不缺钱，不用到资本市场上去圈钱。所以股份制和私人企业有一种辨证的关系，我们通过学习以后应当肯定股份制是社会化生产的一种先进的经营形式，资本主义可以用，我们当然也可以用，所以在小平同志坚决试的思想指导下，才有了我国对资本市场第一次认识上的统一，1992 年成立证监会，开始发展资本市场。

2001 年，出现了对资本市场成绩肯定与否定之争，出现了“赌场论”、“推倒重来”，加之某些指导思想的失误，导致了资本市场的持续低迷。有人说中国的资本市场搞得不好，确实搞得不好，因为中国的资本市场从开始起步到现在只有 10 几年的时间，存在很多问题，包括：坐庄、内幕交易、弄虚作假等。但不能因为这些问题而把中国的资本市场全部否定掉。

到 2001 年 6 月又出现了企图通过资本市场搞国有股减持，国有股原来 1/3 流通，2/3 不流通，现在想把那 2/3 不流通的国有股、法人股注入市场，从此以后，股市就大幅下跌。

到了去年 2 月，国务院发布了推进资本市场改革开放、稳定发展的文件，把当时对资本市场很多不正确的认识做了很全面的论述，充分肯定了资本市场取得的重大成就，而且解决了好多疑虑，提到这是个战略任务，所以大家的信心就开始恢复了。两个月后，市场止跌回稳，上证指数回到了 1780 点，我也比较放心了，这些措施都是正确的，而且提了几个方面的政策措施。这是一个带有里程碑性质的文件。

为什么过了一段时间，股指又大幅度下挫，甚至跌破了 1000 点？这个问题要我们大家好好思考！我认为有历史上的原因，也有现实中的原因，原因是多方面的，不到一年的时间

下跌了 44%。第一，我们的知识和经验不足，基础建设薄弱，市场不完善，还没有真正建立起三个市场有利发展的机制；第二，更重要的是没有真正从思想上认识发展资本市场的战略意义。在刚开始的起步阶段，是很敏感的，一定要谨慎从事，比如：公布银根收紧政策时，一定要说明为什么要收紧银根。当时中央的解释是两条：加强对三农的支持；基本建设局部过热。中央这个决策是完全正确的，但是没有认识到应该扶持资本市场这个问题，认为反正收紧银根就一律都收，但首先就是企业的流动资金贷款被停了，企业放在证券公司委托理财的资金就被抽回了，于是证券公司就被逼将委托理财买的股票抛售，每家证券公司都面临紧缩银根的环境，所以股票能不跌吗？于是就形成了越抛越跌，越跌越抛的连锁反应，所以资本的特殊性、复杂性、敏感性就体现在这里。我们在操作时就特别应该小心，有相应的政策说明，大家也不会人心惶惶。

要真正按照国务院的文件要求统一思想、落实行动，搞活资本市场。国务院为什么要说发展资本市场是战略任务，我认识的有 6 个方面的原因：全面建设小康社会的迫切需要；推进国有经济结构调整和战略改组、加快非国有经济发展的迫切需要；推进经济体制改革、调整金融结构、确保金融安全的迫切需要；社保改革、商业保险发展的迫切需要；富民的迫切需要；对外开放的迫切需要。

因此，只要把资本市场搞活，一招棋活，全盘皆活。比如，中国有 1 万亿的商业保险资金，赔付率为 5%，要找到回报率高于 5% 的产品投资，保险公司才能正常运转，但是中国缺乏这样的投资品，而美国就是通过发达的资本市场的共同基金、养老金、衍生产品完成。美国曾经有过克林顿时代的 10 年牛市，占领了高科技前沿，所以股市如果运用得好的话，发展好得不得了。

在贯彻“把资本市场搞活，一招棋活，全盘皆活”时，当前要加强两项改革，相辅相成，相互促进：

1、极稳妥地推进股权分置改革

我们的股权分置的设置确实不合理，需要改革，为什么要 30% 流通，70% 不流通。但是在姓资姓社问题还没解决时大企业不敢上去，再加上国外攻击说你搞股份制就是搞私有化，所以只有选择国家控股，中国当时不敢全流通，中国的特色全世界没有。但这 70% 终究是要流通的，因为同股不同权、不同利是不行的，因此这次的改革试点是行得通，成功的，只要在国务院的领导下把握好，就能积极稳妥地推进股权分置改革。

2、改进金融调控，抓紧建立、健全货币资本保险市场有机结合、协调发展的经济制度

这个机制不建立，为资本市场的稳定发展创造良好的环境和氛围就是不可能的。这是个硬指标，这个现状不改变，一切的改革成果都要消失。所以必须很好地学习虚拟经济的知识，把资本市场的运作搞清楚。为什么我们老是这也不准干预、那也不准干预？香港特区政府在索罗斯冲击的时候拿了 1000 亿赚了 700 亿，一下子就把市救回来了。为什么我们不能采取果断的措施挽救中国低迷的股市呢？我国难道就没有这个条件吗？我国的平均股价才 1 美元，很好的上市公司的市盈率不到 10 倍，我国的股价定价并不高，所以很多投资银行的经济学家一直在说中国股价高、不合理，还得往下降，其实是想进来捞底。我们 9% 的增长率，上市公司盈利 30%，凭什么我们的股价还得下跌？我国有好些低价股，效益好、赢利高，成立基金公司把这些低价的优质股票、有投资价值的股票运作以后，一旦稳住这些股票，其他股票就都稳住了，这是一招。再一招，大盘股敢不敢上？为什么不能拿外汇储备的资金由一个公司（机构投资者）来操作，作为战略投资者把这些好股买下来，老百姓看见国家的重要投资机构包下来了，他必定跟上。再把机构投资者组织起来包销，再卖出去。涨得太多，你就再抛出去一点，跌得多，你就买进嘛。这是不管市场的做法吗？其实不是，美

国有坐市商制度，美国所有的上市股票都有若干个证券公司负责这个股票，以保持其流动性，每一支股票都有坐市商在那里运作，我们却是个股没人管，整个股市持续低迷还是没人管，这不是市场经济，不是资本运作啊。所以这两项改革要有机结合、协调发展，加强政府的宏观调控。要解决目前股市资金供求严重失衡，若没有充裕的资金注入，资本市场就无从发展。所以我这次把这些问题提出来就是想调动大家研究这些问题的积极性，群策群力，最后拿出一套能够推进股市稳定发展的办法来。

3、妥善解决优质国企的境外上市和 B 股市场的问题

优质企业境外上市有利的一面是，可以促进经济发展、企业成长、引进海外资金、缓解企业融资的瓶颈、积累国际资本运作的经验，但也必须看到其不利的一面，比如现在已经看到的：有部分企业并未因海外上市而得到实惠，公司价值被低估，不管你是中国的企业，都给你扣掉 10% 的政治风险。同时，少部分企业将境外上市作为利益外输、资本外逃的合法渠道，真正目的并不是上市。如果国内企业纷纷争取在境外上市，还不利于提高上市公司的质量，没有给我国投资者分享我国财富增加的机会。为什么不能在境内上市呢？还不是害怕被国内疲软的资本市场拖垮。可以包销，运作，因为国内百姓不是没有钱，储蓄存款 10 万个亿，但是你必须要让他们看到赚钱的机会。所以现在迫切需要研究的就是如何在境内上市的问题。国内上市就是要加强其透明度、公正、公平，最后国内能监管、投资能监督，境外上市投资者如何监督呢？我们不是股东，就没法监督。招商银行的国内上市是境内上市很好的例子。

4、要学习探索虚拟经济知识理论，掌握驾驭资本市场的本领

马克思在资本论中有对虚拟经济的特定定义。虚拟资本是市场经济发展到一定程度的结果，与实质资本是有区别的，它有自我膨胀的特点，对实质经济具有双重作用。现代经济中的虚拟资本已经和正在发生着与马克思时代不同的深刻变化，特别是 20 世纪 70 年代以来虚拟资本又在证券的基础上派生出多种衍生产品。我认为虚拟资本乃至虚拟经济是把双刃剑，如果把握好可以发挥积极作用，为实体经济筹集资本、提供融资支持，有利于优化资源配置、促进经济结构调整，逐步提高直接融资的比重，促进企业进行股份制改造，通过财富效应促进消费需求。只要股市一好，居民就有富裕的钱消费，就愿意消费。如果不重视对虚拟经济的研究和把握，不善于发挥虚拟经济的积极作用，也会对实体经济带来负面影响，甚至带来破坏性的损害。20 世纪 80 年代以来，大多数的金融危机大多与虚拟经济有关。所以我提出这个课题——虚拟经济是把双刃剑。我们要把虚拟经济的理论知识提上日程。

市场一旦遇到问题就得干预，没有其他办法，何况我们是个初级市场，很多机制都还不健全，信用观念也没树立，这时政府职能必须发挥其作用。

四、关于银行业、证券业、保险业综合经营的问题

当前综合经营成为国际上金融发展的趋势。英国只有一个金融监管局，银行、证券、保险都管，欧洲的体制从来都是综合性的。当前我国金融业的综合经营逐渐在扩大，实际上已经在着手搞混业经营了，而不是还在争论该不该综合经营的问题。银行以前不能做证券，现在可以成立自己的基金管理公司，保险资金也可以入市了。但是搞综合经营有巨大的风险，直接融资和间接融资资金不能随便混淆，因为银行资金是负债的，长期投资以后可能还不了本，使银行面临巨大的流动性风险。证券法修订已经禁止综合经营了，还规定了衍生工具可以搞，但是必须由国务院拿出具体的规章，即：国家另有规定者除外。所以我认为应该加强研究的是如何加强衍生金融工具的研究，有效地防止风险，特别是防止出现监管的空白。综合经营可以搞，但无论如何监管必须跟得上，三个兼会都很强，但结合部没人管，德隆就

是因为没有有效的监管，出现了监管空白。所以一定要根据你的监管能力逐步来。

五、要清醒地认识金融全球化的趋势

金融全球化最大的问题是在利益驱动下的无序流动，比如：美国的对冲基金，东南亚金融危机就是因为索罗斯带头的冲击。我们在这个问题上要高度警觉，要根据我们的监管能力和控制能力来决定我们的开放程度是多大。所以全球化既是机遇又是挑战。在扩大对外开放的过程中，一定要采取积极慎重的态度，驱利避害，大力发展国内金融市场，增强国内金融业抵御风险的能力，有效地防范金融全球化带来的危害和风险，努力把握促进经济腾飞的重要机遇，促进我国经济健康、稳步、协调发展，即要始终符合“三个有利于的标准”。

六、关于资产管理公司改革发展问题。

我国有 4 家资产管理公司，从审计署的审计可以看出存在很大的问题。有很多质量很好的资产被很便宜地卖出去了，处理 13000 多亿的不良资产，认真一算，4 家公司弄好了可以收回 20%，2800 亿，如果这 2800 亿能收回来还是好事，14000 亿银行的资产是有成本的，存款有成本，利息大体是 2.5%，还要把发工资、盖高楼的除开。这就带来一个课题——中国的不良资产应该怎么办？成立资产管理公司这种模式究竟下一步应该怎么走？反正不能干赔钱的事。当初我曾经有个建议，就在商业银行里成立一个资产管理公司，谁的不良资产谁管，看来需要进行研究妥善处理。中国的情况和国外不同，所以不能像国外那样通通核销掉，因为中国以前赚了钱就上交，但规定核销额不能超过多少。但是上市以后实行股份制，就必须走这条路——谁发现不良资产谁核销，而且要追究责任。

（责任编辑：程均丽）