

研讨实录

第 72 期

72

朱光耀 世界经济形势与中美经济关系

陈志武 对当前股市的几点看法



上海发展研究基金会
Shanghai Development Research Foundation

地址：上海市黄浦区龙华东路868号办公A楼2201室 Address : Rm.2201, Office Building A, 868 Longhua East Road, Shanghai, China
邮编：200023 ZipCode : 200023
电话：86-21-62188752 Tel : 86-21-62188752
传真：86-21-62188714 Fax : 86-21-62188714
网址：www.sdrf.org.cn WebSite : www.sdrf.org.cn



上海发展研究基金会编
二〇一五年七月

序 言

上海发展研究基金会于 1993 年成立，以积极推进经济、社会、城市发展决策咨询事业为宗旨；以募集、运作资金，研究、交流、资助、奖励有关经济、社会、城市发展决策咨询项目为业务范围。

2005 年以来，上海发展研究基金会在业务开展方面进行了更多有益探索，推出了每月的“上海发展沙龙”主题活动，与上海市社会科学界联合会合作，邀请国内外知名的学者、专家和实业界人士进行演讲，与听众进行交流。时至今日，沙龙已经活动了 90 多次，成为了基金会有一个品牌。

从 2007 年开始，基金会在每年的年中举办“世界和中国经济论坛”，重点分析全球经济对中国的影响；在每年的年末举办“中国经济论坛”，着重分析当年的经济形势，展望来年的经济走势。

2009 年和 2010 年，基金会又分别召开了“中国经济：未来三十年”、“中国的城市化：目标、路径和政策”国际研讨会，邀请了海内外著名学者、经济学家、投资者、金融和商界人士，围绕相关问题进行了研讨。

基金会从 2009 年开始至今，与上海财经大学高等研究院合作，每年连续合办“户籍制度、土地制度和城市化”专题圆桌讨论会，针对城市化相关问题进行了深入研讨。

基金会也将知名专家和基金会自身的部分研究成果编撰成书，“上海发展研究基金会丛书”已出版了《中国经济：未来三十年》、《中国的城市化：目标、路径和政策》、《新型城市化：抉择和路径》、《国际货币体系改革》。

我们希望能够将有价值的见解与朋友们分享，因此把沙龙和研讨会的一些精彩内容陆续编辑成册，称为“研讨实录”，不定期的发行，旨在将这些活动的互动过程尽量原汁原味地呈现出来。希望各位朋友能够给我们提出更多更好的建议，以使基金会能够更上层楼！

是为序。

上海发展研究基金会理事会会长

Handwritten signature in black ink, reading '胡旭照' (Hu Xizhao).

编者的话

本期《研讨实录》收录了基金会最近二次学术活动的实录，分别为基金会举办的第106期发展沙龙上朱光耀先生关于世界经济形势与中美经济关系的演讲，第107期发展沙龙上陈志武先生关于当前股市的演讲。

财政部副部长朱光耀先生介绍了当前的全球经济形势和中美经济关系。他认为全球经济复苏的过程极为缓慢，极为不平衡。美国第一季度的经济情况不能令人满意，这使得美联储推出利率正常化的进程受到阻碍。美联储的调息将是一个缓慢提升的过程，幅度是温和的，这会使全球主要发达经济体货币政策的分化更加明显，因为欧元区继续实行量化宽松的货币政策。他指出，中美经济关系是中美整体关系的稳定剂、压舱石和推进器。中美双方启动以准入前国民待遇和负面清单为基准的双边投资协定谈判是历史性的起点。今年6月初，中美交换了第一轮负面清单，双方都认为交换负面清单本身是一个里程碑式的进展。这次中美经济对话达成了一项重要共识，双方在今年9月份将再次交换修改过的负面清单。中美还就国际金融体系问题进行了很好的谈判。美方在IMF特别提款权上松了一点口，对于IMF今年进行的五年一度的审议，表示在坚持现有原则的基础上愿意看到讨论人民币问题。

耶鲁大学金融经济学教授陈志武先生指出，并非所有国家都适合发展股市。资本市场和强势政府从本质上不兼容。资本市场与“小政府”国家的自由企业相配，而计委跟强势政府更加兼容。西方资本主义国家中，美国和英国有真正发达股票市场，法国、德国、意大利的股票市场也不很发达，因为欧陆国家强权政府的历史非常久。德、法、意的金融市场也和中国一样以银行为主，而不是像美、英那样以资本市场为主。他认为，要发展好资本市场的第一个条件，就是监管部门必须要中立公允，不能有自己的价值偏向，证监会不能有一个希望股市上涨或者下跌的立场。监管部门的中立性，除了制度因素外，这也跟股市中的上市公司，跟整个经济体里国有经济比重的高低有很大的关系。若媒体对各公司的所作所为不能充分调查和报道，整个股市上的信息和准确度就大打折扣，资产定价就更可能与基本面脱钩。在宏观层面上，一边倒的媒体舆论也会造成整个股市的定价继续偏离，进一步造成了股票价格脱离基本面的趋势。

更为详细的精彩内容，请大家阅读本期《研讨实录》。

乔依德

上海发展研究基金会副会长兼秘书长

二〇一五年七月二十四日

目 录

朱光耀	世界经济形势与中美经济关系.....	1
陈志武	对当前股市的几点看法.....	17

世界经济形势与中美经济关系

朱光耀 财政部副部长

上海发展沙龙第 106 期

上海新锦江大酒店 2015 年 6 月 27 日

乔依德（上海发展研究基金会副会长兼秘书长）：各位来宾，我们的沙龙现在开始。今天我们非常荣幸地邀请了财政部副部长朱光耀先生给我们作演讲。朱先生在财政部财政科学研究所财政专业研究生毕业，后来一直在财政部，我就不一一报了，他从最基层做到财政部副部长。这次他参加中美对话，24 日结束，25 日坐飞机，昨天晚上 10 点多才回到北京，今天一早坐高铁到上海来，现在是他今天的第三场活动。他参加了一个研讨会，又在陆家嘴论坛闭幕式作最后一个演讲。接下来他将讲全球经济、中美经济和中美这次的谈判。下面我们以热烈的掌声表示欢迎。

朱光耀（财政部副部长）：谢谢乔秘书长，也让大家久等了。在上海大家都非常热情，我也非常感谢。乔秘书长给我的题目，就是让我介绍一下当前的全球经济形势和中美经济关系。这确实是我们目前经济发展和十三五战略规划制订中最关键的外部因素，同时是与我们的改革开放紧密地相互影响、相互交叉在一起的。我说半个小时，剩下的时间和大家做一些互动。

首先是关于当前全球经济形势。当前的全球经济复苏，从 2008 年危机以来，整个复苏的过程是有起有伏，但直到今天，这个复苏仍然面临着很大的挑战，这是现在的一个基

本判断。当前的全球经济复苏，特别是 2015 年的态势是非常不能让人满意的。基本的判断就是复苏的进程极为缓慢，极为不平衡。有几个重要的因素，大家都知道第一季度美国经过修正的经济增长率是负的 0.2%，这超出所有人的预料。因为去年年底的时候，大家都比较乐观，认为美国已经到了可以强劲增长的时候了，预测是 3.6% 的增长率。但是没想到第一季度下来，美国现在是负的 0.2%，当然它有极端寒冷的天气，也有西部码头的一些客观因素，但一个关键是它的 TFP（全要素生产率）现在是负的。这就令很多人都奇怪，因为美国是一个创新的社会，它的创新逐步转化为商业运用，对劳动生产率应该有一个直接的积极的贡献，但现在却是负的。

所以，第一，美国的情况，起码第一季度不能令人满意，这使得美国联邦储备银行推出利率正常化的进程受到阻碍。这次我们在华盛顿和耶伦主席连续好几次深入会谈，美联储现在收集了全面的信息，她的一个总的判断是，美国还是保持了一个温和的复苏态势。第一季度的因素要考虑，但是还是要看到它在复苏的进程中还是往上走的。她的第二个判断是，美国的失业率是比较乐观的。不说劳动参与率的问题，她承认劳动参与率上有问题，把这个剔出去，就失业率这个数字本身来说，美国现在已经基本接近充分就业的水平。前提是她承认劳动参与率还是很低的。第三个判断，美国的通胀开始逐渐有所上升，向 2% 这个目标推进。有这三个正面的因素。也考虑到低油价对美国经济有一个积极的促进作用，虽有负面影响，但总的来说还是积极的，对劳动生产率的改善有正面因素。所以在这种情况下，她仍然不排除 9 月份美联储开始加息，但明确这个加息的进程是非常缓慢

的，在幅度上是非常温和的，前几次不会超过 0.25 这个水平。所以她这次跟中方的沟通还是非常坦诚的，明确承认美联储货币政策的国际外溢性。

我在记者会上也公开的说了，我们赞赏美联储就联邦利率正常化进程及其外溢性影响跟中国的交流。现在说实在的，美国也就是对中国，对别的国家他们不会花这么长时间几个人坐下来讨论这个问题，而且比较坦诚。一个基本的判断是，美联储调节利率，是一个缓慢提升的过程，幅度是温和的，美联储内部还是做好了准备的。这样就使得今年下半年，特别是明年，全球主要发达经济体货币政策的分化就明显加剧了。因为现在欧元区继续实行量化宽松的货币政策，它在规模上还不知道怎么办，一万多亿的欧元货币政策一定得实行到 2017 年 9 月，它现在看起来摆脱不了对这种量化宽松货币政策的依赖性。大家都知道，关于希腊问题的紧急会议接连开，如果今天没有结论，那么周一，希腊就要技术性违约。我判断，就是有结论，这个技术性违约也避免不了。因为一旦达成协议，欧元区的国家，特别是德国，协议要经过议会的批准，德国议会现在肯定反对，能在这么紧急的情况下批准吗？所以在最后我离开华盛顿之前，我们早晨 7 点多有个白宫会谈，不到 8 点美国财政部副部长紧急打电话给我说，希望中美能够沟通，赶紧跟 IMF（国际货币基金组织）做工作，说他们现在太僵硬，不接受希腊方面提出的建议。IMF 要希腊实现 4.5% 的财政盈余，要从今年就开始实现财政盈余，必须要减养老金等等，才能有财政盈余出来。希腊是不会承诺这个的，希腊总理齐普拉斯把这个当成他的底线，就是养老金不能动，要不然他马上下台。他这个极左政党的议会就要变了。这种情况下，现在美国对 IMF

施压就非常奇怪。他希望我 10 点见 IMF 第一副总裁利普顿表明中美两家一块要求 IMF 赶紧同意，因为只有 IMF 同意了，美国才能压欧元区特别是德国实行债务重组，这样才能有下一轮的求援。现在希腊的情况肯定需要下一轮的求援。

结果 10 点钟，我跟利普顿见面的时候，利普顿一口回绝说：绝对不可能，希腊反反复复的就是这样，从来没有一个承诺真正落实了，所以美国这个办法不行。我说：那你怎么办，你是不是准备好了 PlanB（B 计划）了？他说：是，我们准备好了，我告诉你 IMF 怎么准备的。PlanB 的第一部分，就是应对希腊一旦违约肯定要出现的几种情况。第一就是国内限制存款提取；第二对外实行资本管制；再一步退出欧元区，这个怎么应付。第二部分，希腊一旦实行这些措施对欧元区的直接影响是什么，要采取什么样的紧急措施，他说这些都在我们预测之内。但是还有一个 PlanC 是我预测不了的，希腊如果最后把所有的责任都归给 IMF 和欧洲央行，从此不来往，我们这些办法全都没法实现。如果它还跟欧洲央行接触，那没问题，IMF 可以作为欧洲央行的专家参与进去。如果希腊说这两家都不行，那就整个的混乱，因为希腊没有任何应对危机的政策准备和人才储备。

所以，礼拜三欧元区财长会议开不出结果。礼拜四、礼拜五是欧元区的峰会，现在没谈出结果。就算有结果，还要经过希腊议会的批准，要经过德国议会的批准，还有欧元区其他国家的批准，所以礼拜一就很紧张了。那真正的是个危机。希腊肯定就技术性违约了。我看现在 IMF 就是让它技术性违约，因为它永远达不成一个能实施的协议。这种情况下，欧元区的货币政策必然还是继续实施极度的宽松量化。按照宣布的，一直到 2017 年 9 月份，它 1.2 万亿欧元量化

宽松执行完。但是那里面没有包括希腊出现这种紧急情况，希腊对欧元区的影响是直接的。所以利普顿跟我说，中国美国开始受到的直接影响会很少，但是一旦欧元区出了问题，对你们影响是很大的。我也说在经济全球化之下大家的利益是绑在一起的。但是这件事确实拖得太久了，怎么解决不在我们，非得达成一个共识才行，单方面是解决不了这个问题的。现在就看今天夜里的这几个小时，欧洲政府的领导人能不能形成共识，但是他们必须意识到，希腊问题首先是欧洲自己的问题，然后才是全球的问题。我们大家一定要同舟共济。我是说中国的立场很明确，我们支持一个强大的欧洲，我们支持一个强大的欧元，我们的立场是坚定不移的。我们已经宣布了，6月28号李克强总理要去布鲁塞尔举行中欧领导人峰会，正好是在关键的节点上。

过去几年，新兴市场经济体支撑了全球经济新增部分的70%左右。但是目前新兴国家两大经济体，巴西和俄罗斯都是处于衰退之中。在这种情况下，新兴经济体的内部凝聚力和它对全球经济的影响，目前面临新的挑战。无论如何，巴西也好，俄罗斯也好，要摆脱衰退，要走出来，要有经济增长才能谈别的。所以现在普京总统是尽全力来挽救经济。俄罗斯的经济，年初的时候判断是5%的负增长，后来俄罗斯方面公开承认是3%的负增长，现在看起来稍有好转，但还是在衰退中。原因是它自身经济结构的单一化和外部制裁的影响，以及它的反制裁。另外俄罗斯的金融体系太单薄，它有对西方支付体系和对西方整个金融的依赖，它确实要做大的努力来形成一个相对独立的金融体系，包括支付体系，这也是普京总统认为的一个教训。

所以在这种大格局下，6月10号世界银行把全球2015

年的经济增长率从 3% 下调到 2.8%，在年初世界银行的预测是 3.4%。当时 IMF 的预测是 3.8% 的经济增长。大家都是专家，为什么世界银行和 IMF 的两个预测不一样？一个是以汇率为基准，一个是以 PPT 为基准，所以 PPT 为基准的相对高一点，因为发展中国家占的比例多一点。IMF 以 PPT 为基准，它 4 月份也把全球经济增长下调到 3.5%。我可以给大家报告，7 月初将要出来的 IMF 最新的全球经济展望，如果没有大的改善，会下调到 3.3%。这个 3.3% 的水平和去年全球实际的经济增长率是一样的。当时我们说 2014 年全球经济增长是非常疲弱的，增长只有 3.3%。到下月初，IMF 会把这个数调到 3.3%，就是与去年持平了，持平了以后还有可能继续下调。所以今天全球经济状况的复杂性和严峻性，从这两大机构连续下调全球增长率就看得很清楚。一般来说，它最后一次调整是 9 月份，因为 9 月份它有年会。这里面，它认为中国还是 6.8% 不变。但是全球经济环境继续恶劣的情况对我们的影响一定要密切关注，而且要充分准备。这就是全球经济的脉络和状况。

现在，关键就是中美两大经济体。去年中国对全球经济新增部分的贡献率是 28%，美国是 15% 多一点，这两家的总和是 40% 多。美国的经济本来是向好的，现在 GDP 不得不往回调。中国的经济增长过去多年是两位数的，我们从去年的 7.4 调到今年的 7%。在增长贡献率方面，因为我们的基数大了，如果真到 7%，我们还会保持一个 25% 的新增贡献率。美国的新增贡献率可能上到 18% 左右。这样的话，世界经济增长还得靠中美两家撑着。

中美的经济关系现在确实是成为了中美整体关系的稳定剂、压舱石和推进器。大家知道 2013 年 6 月份在安纳伯

格庄园习主席和奥巴马达成一系列重要共识，其中最重要的一条就是双方启动以准入前国民待遇加负面清单为基准的双边投资协定谈判。那是历史性的起点，因为从那一刻开始，双方用同一种语言，同一个标准和规则来谈双边的投资问题和保护问题。今年6月初，我们交换了第一轮负面清单，在这之前双边保护协定的文本澄清都完成了，都还是不错的。这次，双方都认为交换负面清单本身是一个里程碑式的进展。当然美方对中方还有不满意的地方，说你这个负面清单太长，涵盖的范围太宽，还有怎么定义国家安全等等。

这次中美经济对话达成了一项重要共识，双方在今年9月份，将再次交换各自改善的负面清单。我在记者会上说了，双方的负面清单都有很大需要改善的地方，因为这个谈判是双方的。但对我们来说，挑战就是我们各个部门之间的利益，这几个月一定要从大局出发，真正考虑到全局来定义国家安全，只有定义准了，才能够真正保护我们国家的利益。所以在这种情况下，9月份的交换是非常重要的。因为随后就是习主席应奥巴马总统邀请对美国进行的国事访问。这次访问对中美未来的关系发展，乃至全球的和平发展都是至关重要的。现在的关键是要发挥经济关系的压舱石和推进器作用。在政治领域我们有一些是绝对不能让的，绝对要坚持的，包括南海问题。我们也跟他们说的很清楚，这是中国的核心利益，是我们的领土，我们的主权，同时我们不妨碍商业航行的自由。但是美国作为一个超级大国，在这件事上表现得非常强烈。它最担心的是，我们在关键时候推进一步，然后稍停，又再推进。所以这次中美战略经济对话，它把话也说的非常清晰。在这个情况下，它把中美经济关系叫做稳定之锚，和我们说的基本上是一样的。一个是中美双边

投资协定一定要取得重大进展。我们期待在奥巴马总统任期之内结束中美行政当局对 BIT 的谈判，但这个国际协定，这个文本要经过美国参议院三分之二以上的批准，就是至少 100 票中的 67 票。再一个，去年奥巴马来的时候，习主席在中南海和他彻夜长谈，达成的一个重要的协议就是中美关于气候变化的联合声明。这有非常积极的全球性影响。两国元首各自宣布 2020 年以后的应对气候变化的政策。中国的声明是，2030 年左右，中国要实现碳排放的峰值，我们要力争做得更好，这个力争做得更好是当时两国元首亲自定下来的。美国宣布它的政策，它也要力争做得更好。中国的第二条是在 2030 年，我们的非化石能源占一次能源的比重要达到 20% 左右。中美元首关于气候变化的声明，挽救了去年的利马会议，利马会议最后是用中美联合声明才解决了。今年的巴黎气候变化会议是非常关键的，世界也期待。在此之前，9 月份习主席和奥巴马总统的会晤，其中有一条重要的内容就是关于绿色基金，联合国绿色气候基金秘书处设在韩国。这次美方在认识上有所进步，同意了中方提的联合国气候变化公约确定的“共同但有区别”的原则，绿色基金作为联合国气候变化公约的主要融资机制。第三条是要创新性地讨论怎么合作。这三条已经达成了，我们很快会发表。其实美方的英文已经发表了。我们这边在走程序，每个部门都要签字。

国际金融体系，是国际媒体特别普遍认为中美可能发生重大突破的领域，这次我可以报告我们双方进行了很好的谈判。我在记者会上说，这次两国元首特别代表提出，除了传统的题目以外，双方进行了国际金融体系的战略性的讨论，它的影响在今后日益凸现。讨论也包括国际贸易体系，就

是多哈进程，这不单纯靠中美两家，但这两家是非常关键的。关键是怎么把各方的期待降低一下，完全按照原来的设想看来不行，但在多边贸易体制下获得进展对各家都有重要意义。美方认为的主要问题，一是粮食补贴问题，二是印度问题，三是巴西问题。它不说自己的问题，实际上在多哈发展回合上它自己就是严重障碍，但它不承认这个，这个大家要博弈。无论如何，多哈回合出现了一个回转，一个是去年 11 月中美签订了信息技术协议，随后同印度在粮食补贴问题上达成妥协，签了贸易促进协议，印度原先因为粮食问题不同意。信息技术协议问题，因为主要是韩国有障碍，还有我们的台湾也有点问题还没批准，现在已经到最后阶段了。所以总的看，多边方面，各方是有共同利益的，正在努力。中美双边呢，我们把各方面联系起来做深入的工作，为 9 月份习主席和奥巴马会晤积累成果、营造氛围。我先汇报到这里。

乔依德：非常感谢朱部长给我们做了一个条理非常清楚的报告。美国要求中国对 IMF 施压，我想大家之前都不知道。下面我们还有时间，大家可以提问。

王世豪：非常感谢朱部长的精彩演讲。朱部长对推进亚洲投资银行建设中作出了巨大贡献。去年 5 月 22 号，上海协议拟定，10 月 24 号在北京就签下来了，5 个月，金融能有这样速度不容易，现在英国也过来了。我想问的问题是，上次上海亚信峰会达成了 4000 亿美元的油气合同。这里非常重要的一点，是用非美元结算，这个很厉害。持有美元是美国的核心利益，是它的奶酪，这件事情对美国的金融有影响。亚投行、金砖银行、上合组织开发银行，这三家银行对美国二战之后对金融的控制肯定有冲击，到了最后利益肯定

要碰撞。我想问的是，将来会有什么样的冲撞方面的事情？我想问，乌克兰事件、伊斯兰国事件、英国的苏格兰事件，这三大事件对中国是不是又是一个重大的战略机遇？谢谢。

朱光耀：关于这个持有美元的问题，这是国际金融体系的一个重要内容，是美国非常关注的。以美元计价石油，是美方当年逼迫沙特阿拉伯接受的，这样石油价格和美元就直接挂钩了。现在的情况是，在国际金融体系中，美国有个短处，就是IMF在2010年通过的份额改革，它迟迟不批准。中方说，我们承认你是现有国际金融体系的领导者，我们在这个体系中是发挥建设性作用的，你是破坏自己的领导作用，不是我们破坏。这个美国承认，它认可美国国内政治给这个造成了问题。关于亚投行的问题，美方不参加，这是肯定的，起码在可以预见到的将来它不参加。它在下面肯定做了很多负面的工作。3月30号，美国财长杰克·卢当面向李克强总理转达奥巴马总统关于这个问题的四点意见：第一，美方支持所有基础设施发展的倡议。第二，美方欢迎中国在国际事务中发挥更大的作用。第三，坚持高标准。高标准既包括环境，也包括移民、反腐败等等。等于说我不相信你这个。第四，中美双方应该本着合作的原则就有关问题进行沟通。沟通的渠道可以通过中美经济对话，也可以通过世界银行、亚开行这些机构。这一次它算是把话说清楚了，不参加说清楚了，坚持高标准也说清楚了，欢迎你做也说清楚了。然后他在回美国华盛顿的路上，在旧金山发表了美国关于全球金融框架的一个讲演，就把这些内容涵盖进去，它阐述得比较详细。总的来说，是坚持了上述的原则，同时在IMF特别提款权上放了一点口。它不放口也没办法，今

年是 IMF 五年一度对 SDR 进行审议的年度，他表示在坚持现有原则的基础上愿意看到讨论人民币问题。这是个比较大的问题，我估计它以后得往后缩，因为现在是各种因素迫使它到这了。现在的特别提款权包含四个货币，美元、欧元、英镑、日元，这相当于变相承认全球性的支付货币。我们现在人民币基本具备加入特别提款权的条件了。因为两个基本条件，一条是全球主要贸易国，这个毫无疑问我们不是第一也是第二。第二条就是货币可以自由使用。在这个问题上，我们说我们基本满足了，同时我们正在改革，包括利率的完全放开，也包括资本帐户的进一步放开。在这个方面，现在欧洲已经公开表示完全支持。美国的态度显示出了一定的灵活性，但是它现在坚持，不能说美国就支持中国了，要让 IMF 专家审议，先出东西，让它来看是不是真正合乎标准，在这上面它显示出了一定的灵活性。当然 9 月份习总书记访美时，如果美国能公开表态，那就是双方在国际金融体系上达成了一个很大的成果。这方面总书记有非常清晰的战略布局和非常远的视野，我们在争取实现总书记的部署。

Terry Tse: 朱部长你好，我有一个问题是关于俄罗斯的。你刚才提到俄罗斯那个国家的金融比较薄弱，有没有探索过俄罗斯的企业在中国的融资？

朱光耀: 肯定探索过，普京总统直接向习主席提出这个建议，我们是非常重视的，现在正在研究。

Terry Tse: 给我们开国际版，对不对？

朱光耀: 现在第一步，还是发债券。我们现在已经有了熊猫债的债券，有亚行，世界银行的 IFC，还有日本的企业，日本的企业最近也得到批准发熊猫债。所以我想，俄罗斯企业发人民币债券当然没有问题，在原则上没有问题，

现在双方在技术上磋商达成一致。

李志强：朱部长从浦东赶到浦西，我连续听朱部长的演讲，感觉非常过瘾。我想提一个问题，据说中美双边投资协定里有一条，以后若双方企业出现投资争议，是到美国解决投资争议的中心去仲裁。我觉得在海外的争议我们是输多赢少，这种制度的安排下，未来中国企业到美国去投资有什么要注意防范的？

朱光耀：投资协定的具体内容得经过反复谈判，得双方认同。美方是希望像你刚才说的到纽约的法庭，我们中方可以提到第三方的法庭，比如到英国，也可能到上海。谈判还没有确定之前，都不是最终结论。这个是在谈判的过程中。

邵滨鸿：朱部长你好，我的问题也很大，但也是非常被关注的。我们协会组织了一系列关于“一带一路”的论坛。大家普遍关注这次中美战略对话中有没有涉及美国对中国的“一带一路”的态度。我们叫倡议，但是事实上大家都把它称为中国最重要的对外经济战略。这次会议有没有碰到这个题目，它们是什么样的态度？几乎我们所有的讨论所反映出来的观点都是，美国一定是设置了重重障碍，让这个对外经济的重大战略在实施过程中有很多的阻碍和困难。事实上是不是这样子？

朱光耀：这个问题是这样的，在正式谈判中，没有谈及，但是美国的智库对这个问题很关心，他们担心这是一个地缘政治的工具。这方面我们跟美国的智库有很深刻的交流。现在我们总的大概是这么几点政策的表态。第一，习主席所以提出这个“一带一路”的战略，是科学辩证地分析了当前国际政治经济形势，判断当前世界和平发展是主流。在和平发展的大主流之下，我们才能发展经济合作，和平

发展合作共赢是当今世界的潮流。尽管有地缘政治危机面，但是这个总的潮流没有变，在这个大的国际背影下我们才能提出这个倡议。第二，是基于我们国内的具体国情，现阶段我们的宗旨是富强民主文明和谐，也是我们对基本国情的一个认识，在这种情况下中国才能搞国际合作。第三，“一带一路”的提出是基于我们的历史文化，基于我们的传统，是中国的文明、中国的哲学、中国的传统“与邻为善、合作共赢”思想的体现。我们历史上是这样的，我们丝绸之路交易的是茶叶、布匹、丝绸，在历史上来看是合作共赢的，而且融入了我们中国的血液中。第四，这个“一带一路”是互惠共赢的，它是与各国自身发展战略相结合的。所以我们说。中国的“一带一路”和蒙古的草原发展战略相结合，和印度尼西亚的海洋发展战略相结合，和俄罗斯普京总统提出的欧亚大陆战略相结合，所以这是相互对接、合作共赢的一个战略，是服务于双赢大局的。最后一点，我们也希望和我们的伙伴国共享中国改革开放以后，特别是与我们的生产能力这方面的合作。总之是这么五点，我们解释了，美国的智库不一定全接受，但它还是认为有道理的。

张新：朱部长，首先非常感谢你今天风尘仆仆从美国回来，到上海演讲。你这两场的演讲，信息量非常大，我们听得非常过瘾非常享受。我问一个问题。这次中美战略经济对话，在这之前，可以说两国关系是非常紧张的，甚至有一触即发的风险。这次谈完以后，双方评价都是非常成功，中国的评价是现在政经分离。我想以前咱们说中日关系是政冷经热，后来是政冷经冷，现在中美是政经分离，你怎么看这个问题？

朱光耀：就是说中美关系和中日关系不能等同而言。中

美关系是我们所有涉外关系中最重要，也是最复杂的，也是要倾尽全力来保持好这个斗而不破的局面。所以这也是为什么总书记说，他对外工作的很大精力是在中美关系上。所以中美关系是大局，我们外部环境的关键就是美国，所以美国这个工作一定要做，要保持斗而不破这个局面。斗，就是我们在根本制度问题上不能让，在我们核心的主权问题上绝对不能让。这次美国有一条要求，但我说你这绝对不行：就是说我们任命国有企业的干部要按市场原则任命。他们说，要不然你就改变不了你的效益，你得按照市场原则择优录取。我说你别跟我来这个，我们这条绝对不能同意你，这涉及到我们党领导的核心利益，涉及到我们的制度问题，再怎么这条我们肯定不能让，所以跟他说清楚了。我就是告诉他，中国的特色就是一党领导，多党合作。我们自身要改革完善，但你在这里面让我们做这个是绝对不行的，绝对不能同意的。就是原则问题、核心问题绝对不能让，涉及我们核心利益的问题绝对不能让。一些虽然重大但却是经济利益互换的问题，咱们可以谈。我们不能政冷经热，这个不行。因为中美关系的特殊性、复杂性、重要性，所以我们现在要用一个更加稳固、更加紧密相连的中美经济关系来稳住中美整体关系，让中美经济关系这个压舱石更稳更重，让中美经济关系这个推送器更加有动力来促进我们的整体关系。所以中美关系无论如何要在总的斗而不破的大原则下保持一个稳定的向前发展。那就是为什么9月份习主席要对美国进行国事访问，这是全面的。但确实南海问题等都是非常尖锐的问题，双方在这上面肯定有针锋相对，都要捍卫自己的利益。

李峰：感谢朱部长的精彩演讲。我的问题是，美国可能从9月份开始结束宽松的量化货币政策，但我们的货币政策

恰恰相反，今天又降低利率又降低准备金，你是怎么判断的？特别是下半年以后，中美两个超级大国采取相反的货币政策，一个是紧缩，一个是宽松，这对中国在货币政策、财政政策、进出口贸易、投资方面有些什么大的影响？

朱光耀：一个基本的判断就是，中美两国现在处于去杠杆的不同阶段。应该说美国的家庭和企业的去杠杆基本完成了，或者说通过过去几年的调整，它的去杠杆有了很大的进展。中国现在面临的问题是，我们的地方政府在过去四万亿投资时造成的地方融资平台的问题，这是我们必须正视、要解决的问题。在货币政策上，坦率的讲，我们的降息稍微有点慢了，所以现在看出来必须做这个调整，所以你对宏观经济形势一定要判断得准。财政政策方面，现在李克强总理明确地讲，要发挥积极财政政策的作用，主要在几个方面。第一，要适度扩大财政赤字。第二，要盘活存量资金。第三，在公共服务领域推广政府和社会资本合作模式。财政政策和货币政策一定要协调好。现在不仅是中国，G20 框架下整个国际社会都面临货币政策的运用过度。首先是美国，然后是欧洲，货币政策运用过度，你应付危机这样可以，提供流动性，但这对于结构的调整基本无效，所以财政政策要上去。问题就是要区别不同情况，有空间可以适度提高财政支出的国家，要坚定的实施。2008 年以后大家都怕了，紧缩完了以后，谁都不敢轻易动用政府财政这个部分，日本是教训，美国危机是教训，现在欧盟的德国肯定有空间，但是它不用。中国不像它们有那么大的空间，但是中国要区别情况对待，适度的空间还是有的。所以怎样准确配合财政政策和货币政策是非常关键的，这个时候应该是体现党中央国务院的战略部署，真正地稳增长、促改革、调结构、惠民生、

防风险。这五点必须结合起来，否则哪一方面出问题将造成全局性的影响。这是最考验驾驭宏观经济能力和实际操作水平的时刻，保持中国经济健康持续增长要贯彻党中央和国务院的部署，现在确实是到了非常关键的时刻。

乔依德：让我们再次以热烈的掌声感谢朱部长。也非常感谢大家冒雨来参加我们的沙龙。今天我们的沙龙到此结束，感谢大家。

对当前股市的几点看法

陈志武

耶鲁大学金融经济学教授

上海发展沙龙第 107 期

上海新锦江大酒店 2015 年 7 月 10 日

乔依德（上海发展研究基金会副会长兼秘书长）：各位来宾，我们的沙龙现在开始。最近大家对股市比较关心，有很多讨论。比如，如果救市，到底应该怎么救？救了以后，今后中国的股市会朝哪个方向发展？或者说，这段时间股市的大起大落，我们应该吸取什么经验教训，对整个经济改革有什么启示？刚好陈志武教授最近在国内，我们非常感谢他在百忙之中赶过来，他明天参加一个活动以后还要赶回北京。我就不多讲了，下面我们以热烈的掌声，对陈志武教授表示热烈的欢迎。

陈志武（耶鲁大学金融经济学教授）：非常感谢乔秘书长。刚才我们也聊到，这是我第三次到这个沙龙来，差不多每次到新锦江饭店都是因为这个原因。非常高兴能够有这个机会跟大家交流。秘书长之所以给我出“关于当前股市的几点看法”这个题目，我猜的话，有一个意思是为了避免像我们平时那样，一开讲座就准备了很多的理论。既然谈当前的问题，更可以用聊天的形式来做一些交流。所以我今天准备的内容不是很多，这样可以有更多的时间，讨论一些大家关心的话题。因为刚才我注意到，在座的有些朋友，他们对目前股市的观察和看法比我要尖锐多了，我要多留一点时间

给他们。

当然上海比较特殊，讲到金融市场的历史，尤其是中国股票市场的历史，都离不开上海。原来我不了解这些历史，对上海除了知道外滩以外，没有太多其他的感受，但是越知道历史，越觉得上海这个地方真的很特殊。也让我特别觉得，对市场文化的尊重，在中国应该说上海是最好的，可能北京是最差的。因为北京的权力太大了。最后我也会谈到，为什么我觉得在中国要真正发展好资本市场，或者股票市场，可能需要几十年的时间，如果最后能够发展得好的话。我们研究资本市场的这些人，职业就是研究不同的资本市场在不同国家的发展，有一点我们基本没什么争议的，是公认的，就是美国和英国的股票市场是真正发达的。我们平时了解的其他西方资本主义国家，法国也好，德国也好，意大利也好，基本上谈不上他们有很发达的股票市场。

原来我们可能觉得，这些都是西方发达国家，怎么有这么大的差别？其中很重要的原因是，欧洲大陆那些国家的强权政府的历史是非常久的。所以最后我会谈到，强权政府跟资本市场实际上是没有办法匹配的，两者是不兼容的。正因为这个原因，德国也好，法国也好，意大利也好，金融市场是很发达，也和中国一样以银行为主，而不是像美国、英国那样以资本市场为主。我下面先谈一下，资本市场的好处是很多的，大家都想要，但要做起来，真的是不容易的。尤其最近半个来月，我看到那么多人主张救市的时候，反对救市的声音（或者那种辩论，那种思辨）这么少。一个国家想要坚持市场的原则，但如果没有那么多人能把不同的意见表达出来的话，要让政府在任何时候找到理由干预一些事，实在太容易了。

芝加哥大学两个教授写了一本书《从资本家手中拯救资本主义》。在美国，容易做的一个立法就是：别人租了你的房子，然后没有办法交房租，尤其家里要是住了单身母亲和小孩的话，你绝对不能把他们赶出去，这样一来，只要他自己不愿意走，你就没有办法把它赶出去，他永远可以住下去。在纽约州，在康涅狄格州，有很多城市都有这样的立法。你说这个东西有没有道理？当然，你怎么可以这么残忍，人家做母亲的，带着那么小的小孩，付不起房租，你还要把它赶出去？当然由此带来的结果是，租房市场上的供给就会越来越少，别人支付的房租就会越来越高。道理很简单，如果赶不出去付不起钱的住户，谁还愿意把房子租给别人？除非你愿意交更高的房租，足够补偿风险溢价。类似的，你说股市每天在跌，要不要救？看起来是要救，正因为这个原因，今天因为股价跌得太多了，明天可能因为债券价格跌得太多了，后天因为房租涨得太高了，再后天猪肉价格涨得太多了，日积月累，起初是非常自由的市场经济，过不了几个月、几年就不自由了。你回头来看，每次都有理由，但是到最后累计的结果，就是越来越不是一个市场经济。

2008年金融危机的时候，美国政府也要救市，有些教授大喊要赶快救市，但同时社会上，尤其有一些不同意见的经济学家，还有很多的国会议员反对救市，两种不同的声音都有广泛的空间，在报纸、电视、互联网上，你都可以去发表，没有谁去阻止。最近我自己亲身经历了，我上个礼拜的一篇文章在有些网站上被封了，我想我也没说什么反革命的话，只是很平静地讲这次原因是什么。

再一个呢，监管机构，证监会等等，我觉得我要稍微说一下，保持中立才是比较好的。当然我们现在不能讲司法独

立，如果监管部门也要独立的话，那么各个部门都独立，都不听中央的指挥了，它怎么办？这就是我要说的，到最后，只要这种文化没有改变，强权政府作为一个特色还存在的话，坦率地讲，不要指望中国真正发展出来好的资本市场。资本市场这么有吸引力，有这么多的好处，现在我们的总理也看到了这一点，但是要发展起来，真的很不容易。资本市场为什么在中国这么水土不服？2008年以后，国内尤其喜欢说的一句话是，实体经济和虚拟经济各玩各的。本来虚拟经济是保姆，实体经济才是主人，结果金融市场唱主角了，做老大了，实体经济变成是佣人了，为什么在中国是这样？

这一轮股市，有人相信阴谋论。我看有人花那么多时间，制作那么多的纪录片，把各个战争电影的片断汇集起来，又是空军，又是坦克，我军，敌军。过去17个交易日，都被他们用战场那一套术语讲出来了。我后来就想，为什么这种文化那么流行？其中一个很重要的原因，就是在中国形成的局面是，资本市场完全独立于基本面，独立于实体经济。到最后，整个社会都可以把股市应该上涨还是下跌完全独立开来谈。如果这样的话，什么宽松的货币政策，还有其他融资的支持，最后都是在资本市场里面，在金融市场里面空转。整个环境已经制造了这个局面，使得两者各有自己的体系，各玩各的。

我们谈这次股市泡沫破裂前后，象谈秦朝汉朝的历史一样，好像离我们很远了。秘书长几天以前问我能不能到上海来，现在看起来，这个话题好像离我们很遥远了。我们这些人主张不要轻易救市，就是因为这个原因。救市以后，我们很快就忘了。我前几天在一些微信朋友圈里说为什么不能救市，被骂的要死。大家说，现在不要谈那些理论，不要讲理

由，我们现在要讲的是怎么把这个股市稳定下来，这才是大家最关心的。我后来想，股市猛涨的时候，没有人有兴趣听我们讲那些大道理，股市跌的时候更不能讲。那什么时候，谁有耐心，真正听一些逻辑呢？尤其在这个时候，我们冒着被骂的风险，更应该去讲。后来我发现，在这种时候，实际上愿意听、愿意看的人会比较多。

我先谈一下股市的好处。当然，股市的好处非常非常多，第一个大的好处，就是通过股市能够对未来做一个定价，又可以把未来的预期，提前变现。这方面的含义，现在总理理解得很好。确确实实，通过让股市给我们提供的，对未来的收入预期进行定价和变现的机制，整个社会感觉到财富发生了根本的变化。原来在中国，我们讲到张三有钱，李四有钱，大多数的时候，是指他过去赚了很多钱，积累下来那么多的财富。一般我们不会把张三未来可能有的收入做一个贴现，说张三的财富很多。但是有了资本市场以后，就可以把未来的收入预期变成今天就可以花的钱，变成可以重新投资的资本。

我觉得最典型的，就是沈南鹏（红杉资本中国基金创始及执行合伙人，携程旅行网、如家连锁酒店创始人）。如果梁建章创办了携程网，但却不能够上市，沈南鹏也不太可能从携程网把钱变现出来，重新做投资。沈南鹏把未来的收入预期，变成他今天就可以花的钱，今天就可以再做投资。而且沈南鹏最擅长的，是看准那些新技术、新行业未来的发展方向，他把这个天赋发挥到了登峰造极的程度。如果没有资本市场，沈南鹏和梁建章他们可能每天就忙着把携程运营好，然后保证沈南鹏两个女儿中有一个能接班，然后是第三代能不能再接下去。但是沈南鹏不用关心携程网是否能经营

得很好，他可以找职业经理人来经营，同时通过股市变现的通道，他可以再投资很多的新公司。

这就是以前给我自己刺激比较大的故事。现在回头来想，像李彦宏，10年以前，2005年百度上市的时候，给我刺激比较大。我们这些人原来教资产定价，怎么样把未来的收入流做贴现求和。但是原来我们教的时候，从来没有想过这种公式在什么情况下是没有意义的？什么情况是有意义的？如果没有资本市场，这种计算是没有意义的，因为未来收入流可以有更多，你贴现求和算出来的数字很大，可以有几十亿，但这不可以拿到银行去变现，只有在资本市场很发达的前提下，这种贴现求和的公式才有意义，才变得不只是一个数字，而是真金白银的一个东西。所以我后来看到，李彦宏三十岁，百度上市的那一天让他成为9亿美元的富翁。对我影响更大的是，第二天，国内大报小报都是在报道李彦宏变成了9亿美元的富翁，而且更重要的是，因为百度的上市，七名其他员工变成亿万富翁，上百名员工变成了千万富翁，数量更多的人变成了百万富翁。我感觉到，股市上市对未来做贴现，尤其能刺激出创业和创新的热情，远远比在大街小巷贴红标语有用。当然李彦宏这样的故事，最近十几年在国内太多了。所以很明显的，我们在中国已经享受了股市提前定价变现的便利，刺激创业，这对增加整个社会的资本的供应量，起到了非常关键的作用。正因为这一点，李克强总理一上来，重点想要通过发展资本市场，为大众创业、万众创新提供了一个根本的机遇架构，这一点的好处是很明显的。

股市的第二个好处，是收入机会可以更平等。前不久，我跟南开大学的教授讨论，他觉得，既然我说资本市场中国

可能很难发展起来，那发展以银行为主的金融市场不也是很好吗？也可以多多少少帮助中小企业解决融资的问题。但是我跟他说，其实这两者的差别是非常大的。除了刚才我们讲到的之外，银行不一定会提供创业的资本，但是资本市场可以提供创业的资本。

我们在研究金融市场发达不发达，对一个国家收入差距的影响。银行放贷的时候，一般都是只认你是不是有抵押的资产，你是不是拿得出一栋房子，或者拿很多的厂房，或者证明你家有存在银行或基金公司里的钱，否则银行不会在没有抵押品的情况下把钱贷给你。这造成什么局面呢？有钱人当然可以拿得出抵押品，他们可以享受金融的支持。但是老百姓家里出生的穷二代，即使你从北大清华复旦耶鲁拿到了博士，你未来的收入预期可以非常好，但是银行不一定愿意把钱借给你，因为你手头没有资产，没有办法拿到抵押品。

金融市场发展的核心意义之一，就在于不断降低对于资产抵押的要求。最好通过互联网，还有大数据，对每个人的信用和未来发展预期做更好的判断。由此带来的结果是，对资产抵押品的要求不断下降。这对于我们改变原来金融市场实际上是一个权贵俱乐部的现状，有非常积极的意义。

但是相比来说，我们发展好资本市场，更可以解决这个问题。因为资本市场看重的不是你现在有多少资产，资本市场更看重的是你未来的收入，未来赚钱的能力怎么样。腾讯盖自己的大楼之前，是租办公室的，所以它没有什么资产，但是资本市场愿意给它几千亿，到现在是1万多亿港币的市值，因为资本市场看重的是未来的增长前景。这就是为什么资本市场越发达的国家，给予一般家庭出生的那些人提供的创业、变成亿万富翁的机会，远远比象德国、法国这样的以

银行为主的金融体系要多很多。

我也跟德国、法国的一些同事经常聊到这些问题，尤其是上世纪九十年代以后，美国出来一批又一批二十几岁的亿万富翁，让这些德国、法国同事特别感触，觉得在德国这个是不可能的。我就跟他说，一个重要的原因就是德国的金融体系太依赖银行，这样一来，只有老的德国世家，尤其犹太人家族，才有可能利用银行，让富人更富，穷人家里出身的根本没有机会进入富贵俱乐部的门槛。这就是为什么，尤其是我们讨论监管房地产和其他金融政策的时候，千万要记住，不要轻易地把抵押品的门槛不断抬高。我们要记住，每抬高一些门槛，就又把很多普通家庭出身的人排斥在那些服务的范围之外。在最近的文章里我说，我们千万不要把金融政策和收入差距的话题分开来谈。我相信这次在救市的过程中，没有几个参与讨论的人，想到这些事对中国社会的财富分配，实际上产生很大的影响。

我们讨论收入差距的时候，有人总是想到要通过二次分配，通过加税来解决这个问题。加税是道德风险最高、造成问题最多的一种方式。但是如果在金融政策上、在监管上不要弄得那么紧，对现有资产的要求不要提得那么高，这是更根本的可以把财富差距更多拉平的办法。资本市场的好处，大家看到听到的已经比较多了，所以我这里只从两个方面来谈资本市场的好处。

正因为这些好处，以及其他的好处，每个国家，包括俄罗斯，都想要有自己的发达的资本市场。前几年，我带耶鲁学生到非洲加纳，在加纳股票交易所待了两个小时。他们在一栋大楼里面很高兴地接待我们，给我们团队做讲座的几个总经理和副总经理，跟我们介绍大屏幕上显示的加纳股票交

易所上市的一些公司，今年交易量是多少股，交易了多少美元，按照当时货币来算是多少。我们坐在那里两个小时，基本上没有看到哪只股票有太多的活动，没什么交易，谈不上价格发现机制。当时我就想，他们那个大楼可能不需要付租金，那是国家的大楼，但那么多人的成本靠什么支付？我借这个事想说，资本市场各个国家都想要，但像我前面说到，看看去，实际上就是美国和英国有真正的发达的股票市场。

为什么会是这样子？我在《金融的逻辑》这本书里有一章说：能否发展好股票市场，实际上是判断中国从晚清开始的现代化诉求能否实现的最关键的一个标志。现在我们来，这个指标还没有达到的。当然我这里讲的现代化，不只是楼房、硬技术这些方面的现代化，实际上更重要的，至少同样重要的是制度方面的现代化。如果不能做到这一点，股票市场很难发展得很好。刚才我们说了这么多好处，要实现这些好处，一个很重要的标准，就是看股票价格是不是在多数时候能够反应基本面，这是关键的。当然这需要很多的思考，才能理解这个含义，为什么股价多数时间要和基本面是保持一致啊？我们以前总喜欢说市场配置资源，比计委配置资源，比政府配置资源，可以更好更有效。这个结论，在上海都能够接受。但是背后有个很重要的前提条件，就是资产的价格是不是和基本面在多数时候挂钩，而不是背离，这是很关键的。

我大概十几年前在国内一些大学讲课的时候，别人介绍我的背景，我原来重点研究的是资产定价理论。那个时候，可能现在也有很多人还是不能理解，为什么这些研究金融理论的人，在美国大学里都把精力集中在资产定价理论和那些

模型上面？这么微观的一个话题有那么重要吗？那么多研究金融理论的人把几十年的时间都放在这上面。因为资产定价准不准，就代表资本市场在整个社会的资源配置中，是达到了我们希望它达到的那种效果，还是完全乱来。资产价格的信号作用，是一个指南针的作用。

我们现在在国内看到的互联网金融，坦率地讲，这个泡沫被吹得太大了。这样一来，就是因为是互联网金融公司，哪怕只成立两天，甚至还没有开始运营呢，都可以有十亿、几十亿美元的定价，这样只要人们口袋里面有钱都想往这个领域进一步投资。从这个具体例子可以看到，资产定价如果乱的话，对整个社会资源配置发送的信号就乱了。按照目前A股市场定价的做法，谁问我这个问题，你愿意让我们中国又回到计委的时代，还是愿意让A股市场一会涨停接着第二天跌停？坦率讲，我觉得，从某种意义上来说，还不如回到计委的时代。因为那个时候，用不着这么多惊心动魄的，一天日子过得像皇帝一样、像亿万富翁一样，明天就觉得穷的不得了，这种心情的上涨下跌，谁都受不了。中国的这些创业公司，坦率讲，未来好多年里主要靠得住地方，还是美国的纽约证交所、纳斯达克和香港联交所。这就是为什么，我不主张把上交所和港交所完全合并，不要把一个那么好的、多多少少区别于国内股票市场的香港股票市场也给弄的像国内一样，千万不要这样。

这就是为什么股票的定价是不是很准，是不是很能反应基本面，是非常非常重要的。股价一旦脱离了基本面，就必然造成股票市场自己玩自己了，实体经济也不断玩自己的。当然我知道，从总理到副总理，还有其他的领导，每天很忙。我很纳闷，我们提供了这么多的流动性，方方面面的政

策放松了这么多，但是资金还是没有办法离开金融体系进入实体经济，这和定价脱离现实、脱离基本面有很根本的关系。

为什么在中国要发展好资本市场、股票市场这么难？要发展好资本市场的第一个条件，就是监管部门必须要中立公允，不能有自己的价值偏向。我说不能有自己的价值偏向，比较抽象了一点，就是证监会不能有一个希望股市上涨或者下跌的立场。有这个立场以后，大家可以很容易想到的，监管就不可能是中立的，就不可能对买方和卖方一视同仁。这就是为什么在中国目前环境之下，甚至将来很多年里，监管部门要真正做到中立或者独立，不太可能。正因为这一点，我觉得监管部门能不能中立，实际上是一个制度问题。只要对不同权力部门的制衡机制不能到位，监管部门自己要独立也很难。

这就是为什么前两天华尔街日报，还有其他一些媒体问我（这几天，这种采访的要求太多了，实际上我没有回答几个），对肖钢怎么看？我知道现在最容易做的一件事，也是最流行的一件事，就是把肖钢骂得要死，那么多人花心思，关于肖钢的故事太多了。但是我觉得，实际上这很不公平。因为我知道，他真的是好几个月以前就开始想要降温，要规范乱七八糟的行为。但是每次他这样做了以后，市场反应就是抛。没有办法，第二天又开始改变刚刚的决定，要做那些事。这样一来，要是我们大家都一起跟着老百姓在互联网上讨伐肖钢，这个太不公平了。证监会做很多具体的事，大家决定要骂谁的时候，肯定要骂证监会。但是实际上，他们是第一线的执行者，而不是真正的主导者。

在讲到发展股票市场的难度这方面，我有一个习惯，就

是想着一些更基本的东西。我们今天可以为股市下跌太多，忙的要命；明天可以为股市涨的太多，忙的要命。但是有一些基本的东西，还是很重要的。因为证监会是不是能够中立，除了前面我们讲到的的是一个制度问题之外，也跟股市中的上市公司，跟整个经济体里国有经济比重的高低，有很大的关系。这个道理很简单，如果上市的很多公司背后的大股东都是国家的话，证监会想要公允独立地执行规则，也不可能。那么多国有资产在里面，你怎么办呢？

为了看出来金融市场整个的宽松度、理念和监管的立场，和国有经济是不是有相关性，我这里把 1978 年到 1991 年，60 个国家国有企业的投资占 GDP 的比重放在一起。分成三组，左边是国有企业投资占比最高的国家，最右边的是国有经济比重最低的 20 个国家。很明显，这些国家的金融自由度跟国有经济的占比，有很强的负相关性。国有经济比重越低，可能金融体系的监管者自己的利益冲突，就要小一些，就能够更中立地处理监管决策的问题。这就是中国的局面。

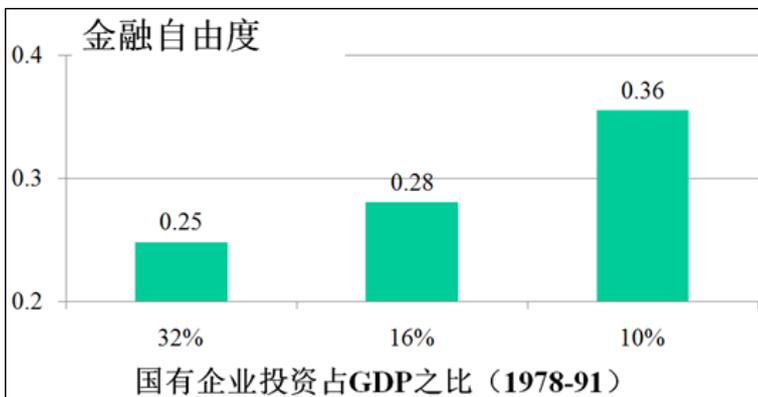


图 1：国企占比越高的经济体，金融自由度越低

法制这方面也是这样的。除了金融监管的环境以外，如果我们去看法制环境，法制水平的高低跟国有企业的比重也有很强的负相关性。国有企业占比越高，法制水平越低。

法治指数：6为最高。64个国家分成三等分

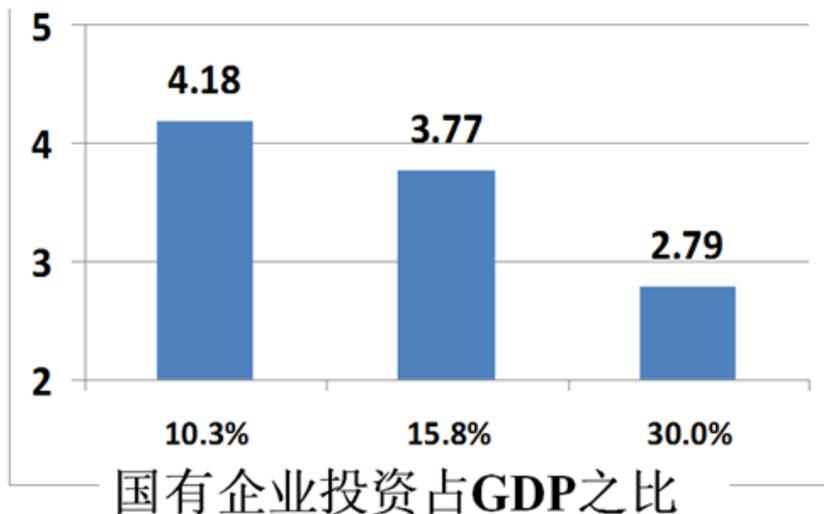


图 2：国企占比越高，法治越低

第二个前提条件，就是媒体的言论自由，或者新闻自由。实际上，我在十几年前就开始谈这个问题。当时胡舒立跟我说，能不能写一些文章，谈谈媒体的自由报道对于资本市场的发展有没有什么直接的影响。我简单做了数据的收集，后来发现两者之间有很大的关系。我根据 1972 年各个国家新闻自由的排名，把这 60 个国家分成三组，每组 20 个国家，左面这一组是媒体最不自由的国家，右面那组是媒体最自由的国家，再看这些国家股票市场总的市值跟 GDP 的比值大概是什么样，然后求每一组的平均。大致上新闻越自

由的国家，股票市场越发达。

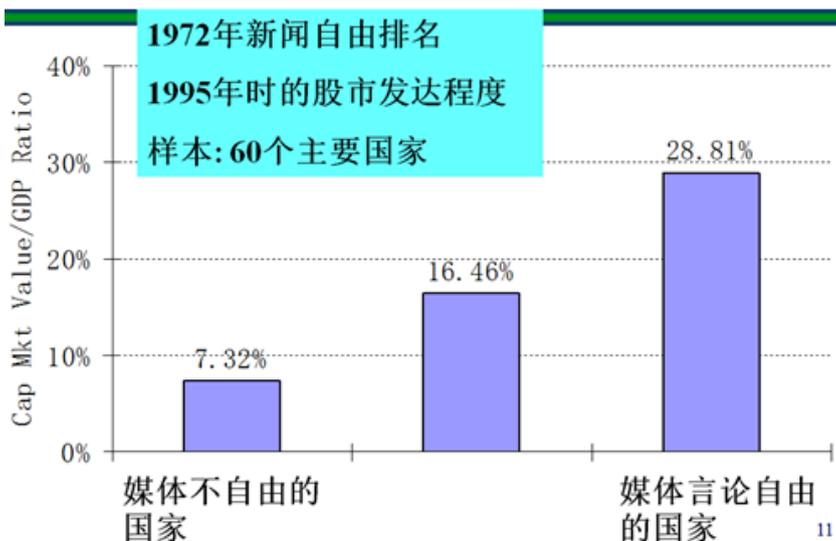


图 3：媒体言论是否自由的影响

这是不是一个偶然，一个巧合？但是实际上背后的逻辑很符合常理。这个道理满简单的，我们前面说过了，资产的定价准确不准确，和真实的基本面紧密连在一起，还是非常脱节，甚至完全脱节，这对整个资本市场的长久发展是起决定性作用的。那么，如果媒体对于各个公司的所作所为，不能有很大的自由空间去进行深度的调查和报道的话，整个股市上的参与者所得到的信息量和准确度就打很大的折扣。这样资产定价更有可能与基本面脱钩，从这个角度来说，是可以理解的。

我那个时候讨论媒体的言论自由对于金融市场的发展重要性，更多的是从微观层面来看的，但这次我发现，实

际上在宏观层面也是一样。一边倒的媒体舆论和互联网的监管部门，过去十几天，让唱多的一方，呼吁救市的一方，有很大空间，随便怎么讲都行；但就不让看空的或反对救市的人有机会表达出来。这样一来，也造成整个股市的定价继续偏离，把这些指数往媒体的导向上偏得太多。这样进一步造成了股票价格、资产价格脱离基本面的趋势。所以从这个意义上来说，媒体言论的空间，不管是关于公司微观层面的报道，还是关于整个金融市场、资本市场政策取向的辩论，都是非常重要的。

这就是为什么我前面说，这次尤其让我感觉到，在中国维护市场的空间，挑战实在太大了。一年半以前，我看到三中全会的决定“让市场在资源配置中起决定性作用”，很多人恨不得要上街跳舞庆祝一番。当时我想，这样一句话能够真的成为现实吗？如果没有方方面面制度的配套，能做得到的吗？比如说，最明显的，现在的证监会所做的很多事，很明显的和三中全会的决议是相违背的。但是谁对他们进行问责？在经济层面，过去几个月，甚至一年，从省委书记到省长，一个一个都在呼吁怎么通过大手笔的投资去稳增长。我看没有一个人出来，更没有一个机构说，你们这是侵犯了市场的空间，违背了三中全会的决议。

我们再问这个问题，这次股市怎么走上来的，怎么走到那么高的一个地步？很明显的，媒体，尤其是官方的媒体，起到了非常重要的推动作用。特别是关于“改革牛”的说法，还有“国家牛”的说法，一方面是过度政治化，另一方面，我知道上海某一个很有名的分析师说，他是第一个提出来改革牛的，但是这小子从来没有证明过最近这一年的股市上涨跟哪些改革有关系，到底是做了哪些实际的改革，让我

们觉得这次牛了？就是虚幻飘渺地说一下，不需要做任何证明。很遗憾的是，最近的这些救市举措，没有从过去培植泡沫的做法中吸取任何教训，又开始来了，甚至更大刀阔斧。

关于这次牛市的形成，大家看的比较多的，跟投机杠杆有很大的关系，后来下跌很多和去杠杆有很大关系。很多监管部门的人，包括很多学者，喜欢说中国股市这么大，有几十万亿，不管国家作为股东，还是很多上市公司的大股东，他们的股权是不会动的，这样一来，股价怎么每天还上涨下跌那么多呢？我们研究市场经济的人都知道，资产的价格、股票的价格、商品的价格，不是由大多数人做什么或不做什么来决定的，而是由边际投资者来决定的。今天那些不参与交易的股东，他们对今天的价格一点起不了作用。今天的股票价格，完全由今天的买方和卖方来决定。如果本来有 100 个买方和 100 个卖方，两方正好是相等，这些人对价格的确定不起作用；卖方第 101 人是关键的，如果卖的这边有 101 个，买的这边没有第 101 人冲上来，那么边际的、超出的这部分形成了不平衡，就决定了接下来的价格是多少。

所以这是第一个原则，股票的价格不是由其他投资者决定的，而是由边际投资者、边际炒家、边际股民来决定的。哪些股民是最耐不住寂寞，最容易上下跳，一会大卖，一会大买的？是杠杆最高的那些人。

这一组数据，是根据正规的场内的配资来计算杠杆资金在每天 A 股交易量中的占比。从去年 1 月份到今年 4 月份，杠杆资金交易的那些股票大概平均占每天交易量的 16% 到 17%，但是这次股灾以后，我们发现原来场外的配资有那么多。根据一些估算，过去 6 个月，杠杆资金每天的交易量在 30% 到 38% 之间。



图 4：两市融资买入加上场外配资的交易，
杠杆炒股占日交易量 1/3

我们可能觉得奇怪，场内配资占整个市值的比不到 4%，加上场外的也不到 8%，但是持股总量不到总盘子 8% 的这些股民，居然可以占到每天交易量的 30% 到 38%。这本身就说明了这些杠杆资金，比一般的长久资金远更活跃。我们前面说到了，每天股价的上涨下跌都是由边际投资者来决定的，而杠杆投资者的资金是最活跃的。实际上我和证监会不同的领导也说过，我说你们千万要知道，这次和以前股市不一样的地方，就是杠杆资金很多，而且起关键的作用就是边际投资者，价格一旦往反方向走，去杠杆化的过程一旦启动的话，你们会忙的不亦乐乎。边际投资者决定价格，这是一个很重要的道理，我们应该记住，否则不能理解这次到底是怎么回事。

当然，上个礼拜，尤其是上个礼拜六，那一天我自己

很郁闷了，在巴曙松的圈子里我差点要发火骂人了，所以巴曙松说，大家不能偏离了，就事论事。因为我不主张救市，大多数人把我骂得要死。我讲的一个原因是，2007年股市6000点，下降到前两年的2000点，跌的幅度是三分二，66%点几，那次没有出现大的社会问题，也没有出现大的经济问题，这次下跌32%，为什么就不行了？当然有人会说：速度太快了，慢牛比较好，到了慢熊也行，但是不能快熊，疯熊，这是我们受不了的。救市的办法，我们待会再谈，到底应该怎么样救市，如果非得救的话。再一个，市盈率，其实到前两天，也不是太低，美国2009年初平均市盈率大概是11倍左右，比A股平均市盈率23倍低了一半左右。

- 2007年6000点下降到2013年的2000点，跌幅66%，经济和社会没事。这次跌30%!
- 即使跌到今天，A股平均市盈率23倍，市盈率中位数40—50倍!
- 高杠杆是这次不同于以前的主因，但经过十几天的去杠杆，配资从当初4.2万亿，已经下降到2.5万亿左右，不再构成危险
- 孤注一掷地救股市，会把风险往债市、商品市场、银行蔓延

图5：为什么这次不能过于救市？

如果救市，特别是救股票指数的话，这对于社会收入分配是非常不利的。因为西南财大的甘犁教授带一个团队，

在前几天公布了他们一个最新的问卷调查结果。他们发现，实际上到7月5号为止，中国的家庭里面大概只有8.8%的家庭参与了炒股，91.2%的家庭没有涉足股市。如果这样的话，由财政部或者通过别的方式拿纳税人的钱去救股市，等于拿91.2%家庭的利益去补救8.8%家庭的利益。当然我知道在座的很多朋友会说，你也是属于8.8%的。坦率地讲，我是没有什么A股的，不是说一点都没有，上个礼拜五，我老婆实在想试一试，也响应号召，为了战胜敌军的轰炸，要支持一下国家，所以买了几万块钱的股票。我老婆从来没怎么炒过股，到了前两天稍微赚一点，就说，是不是要出来了？每天给我打电话，问是不是要出来？我说你有点出息好不好，哪有你这样炒股的，赚了一点马上想到要逃。

3700点上证综指点位大盘蓝筹仍然处于合理估值区间

	平均市盈率	平均市净率
沪深两市全市场	24	2.9
银行股	7.6	1.3
沪深300指数成分股	15	2.1
中小板股	68	5.9
创业板股	105	9.5

图6：考虑到经济下行前景，市盈率还太高

话说回来，这次也让我经历到，如果我没有自己的利益

在里面，我谈论这些话题的时候，真的是很轻松的，是可以很冷静的。我每次说什么话，不会想到这对我口袋里面的钱有什么影响。关于如何救市的话题，2008年-2009年，在美国讨论得非常多。我的理解是，差别在于：救市可以，到底救谁？是救股民，尤其是救那些不负责任加杠杆的股民呢，还是救金融体系？这是很不一样的两种思路。如果救股价，直接由国家出资买这些股票，这是直接的救股民，由此带来的道德风险很多。我有个亲戚，前几天吃不下饭，睡不好觉，这两天又活了，原来说以后再也不碰杠杆了，现在可以说少碰一点。不能直接救股民，救的结果就是没有人真正从痛苦中吸取任何教训。

如果我们把救的重点放在稳住金融体系，到底应该怎么做？前几天，实际上是过去两个礼拜，很多人都在谈论要成立股市平准基金，说法各式各样，但大致意思是这样。但真要成立股市平准基金的话，千万不要用那些钱直接买股票、买指数、或者指数期货，最好类似于银行存款保证金的思路，保证那些投资者在那些券商和其他的公司里钱是安全的。至于说他们手中持有的股票，价格涨还是跌，不能管，这是他们要承担后果的方面。意思就是说，对那些券商和掌握股民资金的机构的情况，始终要搞清楚，要跟踪。如果哪一个券商亏损太多了，可能出现倒闭，这样一来，他们的客户可能没有安全感，所以可以对股民留在券商里的钱，以某种类似于存款保证金的方式，由股市平准基金来提供支持。所以股市平准基金，是稳住股民在券商和银行的钱，而不是稳住价格，尤其不能用来帮助抬高价格。换句话说，主要为了稳定市场情绪，避免恐慌的蔓延。

2008年-2009年，美国救那些银行的时候，大致的思

路都是这样的。把联邦存款保险的最高金额，从原来一个帐户 10 万美金，提高到一个帐户 25 万美金。我后来了解到，我跟我太太，如果我们是两个人开户的帐户，那么就是 50 万。在不同银行开的帐户，分别可以得到 50 万上限的保证。那几天，我们确实很恐慌，我们的钱放在哪一个银行才靠得住？搞得那几天，我们在好几个银行开了帐户，这个银行放一点钱，那个银行放一点钱，万一中间有几个银行倒闭的话，钱不会拿不出来。

当然我知道，大家都这么忙，恐慌情绪这么严重，哪里有那么长时间去思考这么多，研究这么多，先做了再说，把这个也冻结，那个也不让交易，尤其不让卖。我看到有很多人呼吁央行直接出来买股票，或者央行通过定向宽松，就像给国家开发银行提供资金一样，给平稳基金定向发行流动性，由平稳基金拿这些钱到股市上买股票。以前我也说过，这种定向宽松，不管目的是什么，实际上是非常带有歧视性的，带来机会不平等、收入差距等后果。

现在这次危机还没完全结束。如果股市再换方向，再需要人民银行出来救的话，千万不要做前面这两种方法，直接去买，或者通过定向宽松给平稳基金提供资金的支持，这实际上是央行在间接地买股票，这两种做法都不行。实际上更市场化的做法，就是央行降息或者降准，而且不要定向降准，要一视同仁。以这种方式，才能守住三中全会的市场化原则，这样就不是央行挑选支持谁、不支持谁。这样一来的话，也造成背后暗箱操作的空间太多。当然这方面，大家最近看到听到的也比较多了。

最后，我总结一下，并非所有的国家都适合发展股票市场。我会说，资本市场和强权政府从本质上是不兼容的。

资本市场和小政府的自由企业是更加匹配的。计委是和强权政府更兼容、更匹配的一种安排。

有的时候，至少我们这样的人喜欢去思考，为什么金融市场在人类社会历史上首先在古罗马出现。我们今天熟悉的，不管是股票市场，股份有限公司，还是那些保险、银行，最早形式的出现是在制议会民主的古罗马，那时候金融市场也出现了。后来随着欧洲进入中世纪，公元5世纪开始，我们今天说的这些金融市场在欧洲社会整个消失了。后来到了14世纪左右了，欧洲人对于个人权力的意识开始重新起来了，这个时候，保险也好，银行也好，还有其他的金融市场，在佛罗伦萨、威尼斯这些欧洲早期文艺复兴起源的地方，金融又重新恢复了。今天我们看来，对个人权力保障最好的美国和英国国家，资本市场和金融市场也是最发达的。这个背后是什么道理呢？很简单的，如果什么都由强权政府操办，像原来我们搞计划经济的时候，用不着金融市场这个麻烦。但是反过来，如果一个国家是基于个人权力的，或者是往更自由的方向建立这个国家，个人和自由企业就必须有一些工具，才能把它的风险和资产、收入等方面更好地配合。从这个意义上来说，金融市场、资本市场的本意，是给那些不需要也不想要政府给他们干预太多、管得太多的那些人，提供他们自己安排好自己的生活和企业金融工具。这就是为什么，从本质上来说，如果资本市场变成有计划的资本市场，这就是一个悖论了，这和金融市场在人类社会起初的出现和发展是矛盾的。我讲这话不是吓人的，我们要记住这个基本的道理：从本质层面来说，资本市场和强权政府是不怎么兼容的。

我们看到这次的情况，干预那么多以后，以后我们再去

买卖股票，做什么交易、投资的时候，你还能够想那么远吗？为了长远而做投资？没有这回事，那才是傻瓜。见到钱就跑，像我老婆一样，这才是好的。有时候想一想，我不得不佩服她，尽管她没有学过金融经济学，没有教过金融经济学，但是她好像比我的感悟好多了。我可以说不，我做起来还没有她那么厉害。

- 并非所有国家都适合发展股市。资本市场和强势政府从本质上不兼容。资本市场与“小政府”国家的自由企业相配，而计委跟强势政府更加兼容。
- 在股市、创业板、新三板、房地产、互联网金融、甚至人民币等普遍存在泡沫，实体产业普遍产能过剩的情况下，救市等于救泡沫，等于鼓励做企业的不再做企业、读书的不再专注读书、做医生的不再专注做医生

图 7：总结

从另一方面来说，我们现在回头来看看我们周围，不管是股市、创业板、新三板、房地产、互联网、金融，甚至人民币汇率，到处是泡沫。实体产业呢，又是总体上普遍的产能过剩。这个时候还要救市，把那个泡沫救下来等于继续鼓励这些企业不把心思放在做企业上面。那么多学生，在我们讲课的时候，都在看股市，通过手机去炒股。做医生的，也没有兴趣做医生的，我听到好几个医生说，我们一年辛辛苦苦，赚钱也比较多，几十万。但是股市，要是通过杠杆做得好的话，一天就可以赚几十万，而且不需要什么劳动。这

种环境培植社会的浮躁。这就是为什么对很多 80 后 90 后，我们讲做事的基本道理，他们越来越不愿意听，就是因为如果他们股市上赚钱很多，你跟他们讲那些大道理，根本不管用，因为现实告诉他们，我们讲的那些道理不一定是合理的。我就讲到这里，谢谢。

乔依德：刚才陈志武教授做了一个精彩的演讲。他说资本市场是一个好东西，对经济有好处，但也有一些基本条件。他对我们国家的股市不是太乐观，他对于这次股灾的原因，怎么救市，也讲了看法。今天在座的各位肯定有很多问题要问，我们留下来一些时间，大家可以提一些问题。

祝春晓：陈老师，我想提一个学术问题。在有涨跌停板的情况下，你觉得中国的期权市场怎么发展？每天最多 10%，这个怎么弄？而且涨跌停板是不是反而对市场取得均衡更加不利？

陈志武：其实这方面，学术研究还不少。我的几个同事有一篇论文，他们看到把世界所有国家的经历放在一起比较的话，第一，允许做空的那些国家，长久的投资回报是更好的；不允许做空的那些股票市场，给股民带来的长久投资回报在总体上反而更低。这个也能理解。你允许做空，股票价格更接近均衡价格，这样一来，长久的回报可以更高一些。如果不能做空，股价更有可能往高的方向偏离，这样就使投资者的长期回报不可能太高。涨停板的这个限制，也是争论了很多年的话题。尤其最近的这次经历，如果没有涨停板、跌停板，恐慌的程度可能反而少一些。因为股市的定价是基于预期的，如果今天大家的预期已经很糟糕了，让大家一次就把很糟糕的预期很快反应到价格里，让它跌 20%，比较痛快，跌完了以后，大家可能接下来等新的消息。如果

反过来，每天跌 10%，让你整个晚上，觉也睡不好。第二天一起来，马上再去抛。这样一来，反而使跌的压力拖延得更长，对股民构成心理上的折磨。这对于心理上的恐慌，更多的是起了推动的作用，而不是降低的作用。

有一个类似的例子，原来的股权结构改革，当时想要慢慢地把法人股、国有股不能交易的限制，通过渐进的方式改变掉。结果发现，越是渐进的方式，越是让整个市场连续几年在乌云之下没法上涨。但是在美国，我看到很多类似政策的改变，或者大消息的出现，或者危机的发生，一般来讲，如果一次就把利空的消息在股价里反应出来，大家会更多地把眼光放在未来好的一面；如果你把坏消息总是放在那里持续好几年，整个市场在那几年里永远没有办法出头。所以涨停跌停的安排，应该要重新考虑，我觉得是应该拿掉的。美国是没有跌停涨停的，随便你涨多少，一天可以跌 99%，也都没有人去说，你不能卖空。虽然没有跌停涨停的限制，实际上美国股市的波动率是很低的，一天涨两个百分点，或者跌两个百分点，绝大多数的时候都算很高了。不像中国这边，一天跌 6%-7%，太经常了，没有人那么激动了。所以我觉得监管部门要做这些研究。

韩圣海：我想问一下陈教授，最近大家对股指期货非议比较多，认为它有助涨助跌的作用。特别是前一段时间，股指大幅度跳水，还有很多机构开空单。有人认为是这次下跌主要的原因，不知道你的观点如何？

陈志武：这肯定是错误的说法。我知道现在，公安部开始出来了，其他时候他们是很安静的，又搞运动式的执法了，要对那些做空的人做调查。这是非常没有道理的。我们不能把传递信号的人看成是始作俑者，把这些责任都算在他

们身上。这次如果没有股指期货，也许跌的速度更快。因为毕竟有很多的投资人，尤其是那些私募基金，他们有多，有空，多多少少对冲了一些仓位，这样让他们不用那么快地参与到抛售的行列。因为能把风险控制比较低水平，它用不着那么恐慌。如果没有这些空头仓位给他们提供支持，现货就变成唯一的选择。我觉得这次根本的原因，还是那些杠杆，去杠杆化带来的下跌。所以我也觉得，证监会找各种替罪羊，把枪刀往不同人身上去砍，大可不必。我也跟不同的朋友建议，我说你们千万不要把证监会的名声继续破坏了，乱七八糟的事做越多，对于证监会社会名声的恢复就越不利。千万不要抓几个卖空的人出来，让大家感觉，好像证监会的责任或者国务院的责任就没有了，这是很糟糕的做法。这样一做，对于中国股市长久的发展是更加不利的。

肖明智：陈教授，非常感谢你的演讲，非常同意你的观点，当金融机构没有风险的时候，政府不应该救市。我想问，这次政府救市的行为，会不会影响人民币加入 SDR 的过程？

陈志武：这肯定有很大的影响。实际上，因为我对中国这些方面太了解了，在讨论摩根史丹利指数要不要把中国加进去的时候，我当时是觉得，他们不应该这样，因为中国的股市太靠不住了。看到股市猛涨的时候，很多国外投资者眼红，但最近十几天，他们觉得幸亏没有进去。所以 SDR 也会受到影响。因为这样的金融体系里面有不稳定的因素。根据我跟不同业界人士和记者聊的情况，让他们最伤心最失望的，就是监管部门的行为可以这么随意，想到什么马上就可以推出来什么，这个太可怕了，让国家的货币和其他金融产品的可预测性太低了。从这个意义上说，可能接着下来，

关于以后金融改革往哪个方向走，关于金融话题的兴趣又上升了，更多的人又觉得，看来我们以前对金融的理解还是缺少啊，看看书可以帮助一下。当然我并不是说我的书可以回答所有的问题，这不可能。我是觉得，这是新一轮金融知识普及的时期，和 08 年 09 年一样，又有一次这样的机会。

余际庭：其实我一直关注你的文章，包括观点，今天是第一次这么近距离地听你的讲座。我是从事经济工作的，我觉得你讲得特别平淡直白，观点非常犀利，可以说，没有学过经济学的人都能听懂，深入浅出非常好。我有一个疑问，我们做制度设计的时候，比如股指期货，希望这些制度的安排能够对市场波动起到正面的作用，减少市场波动。实际上这次看来，恰恰起到相反的作用，实际上是助涨助跌的，这是我们制度安排有缺陷呢？还是如一般人说的，中国人就是好赌？

陈志武：非常感谢你的支持。你讲的，我的理解有两个内容。一个是股指期货到底是加重了市场的波动，还是降低了市场的波动。第二，就是中国人的好赌。我觉得好赌的这一面呢，实际上和整个市场的特征有很大的关系，因为你把这个市场弄得这么随意。前几天证监会说，高管和大股东在 6 个月内不能卖股票，是谁给了他们这个权力，一夜之间可以把这个规则公布出来了，变成了像法律一样的效力。这种随意的做法，使得大家没有办法把股市看成是一个投资市场。再加上我前面说到的，方方面面的舆论监管和媒体操纵，使得股市的价格那么背离基本面。这样一来，当股市自己自我循环了以后，实际上连赌场还不如。如果这个制度环境让大家形成更强的长久的稳定预期，我就不担心。当可预期性非常差的时候，就没有恒心，大家只有带着赌徒的心

态去看待股市。

关于股指期货，到底加重还是降低了波动率，这方面的研究，争论比较大。看多的这些人，通过股指期货，可以更快更高效地把他们的判断，通过股指期货马上实现起来。同样的，我要是看空的，如果单支股票去买，操作起来要烦琐很多，这种烦琐使得我对看空的判断反应到价格上所需要的时间和操作多了很多。有了股指期货以后，就方便多了。这样一来，在某些极端的时候，可能对波动率的提升是有一点增强的作用。但从另一个角度讲，尤其是有了移动互联网以后，什么速度都加快了。我们不能一方面所有其他东西的速度都加快了，另一方面要求交易证券的速度不能太快，让你的判断要拖延很长时间才能反应到价格里。因为拖延的时间越长，实际上给其他人的套利机会和空间就更多，也让资产的价格脱离基本面的时间拉长。当然在学术领域，这方面的研究确实比较难做。因为我们不知道，如果过去三个礼拜没有股指期货是什么样的。你问我，我也没有办法给你100%靠得住的答案。同样的，我们要想知道，如果美国的市场没有股指期货，是不是波动率不一样呢？也没有办法做一个100%靠得住的研究。当然这方面的研究，还是继续在做的。因为这种经历越多，我们做研究的人的观察点和样本量就又可以增加一些，让我们能更全面地回答这个问题。

吴建刚：教授你好，你的演讲非常好，你的书让我们回到常识去思考问题，我觉得非常好。这次危机的出现，说明我们的资本市场非常脆弱，各种执法也非常任意。前一段时间，关于资本项目的开放，有很多讨论，分成两派。我想问，这个事情出现之后，对资本项目的开放有什么影响？你的看法是什么？

陈志武：我觉得肯定会有负面的影响。因为本来人民币资本项目的开放，有一些部委是坚决支持的，另外一些是反对的。有很多学者支持。也有很多学者反对，比如林毅夫，还有社科院的一个所长。有一些人跟我说，你们支持开放的这一边的经济学家怎么不多写一些文章，就让他们几个人在那边说？因为那几个人在那里说了以后，就影响到了总理和一些副总理的看法。这就是为什么上海自贸区，从一开始是为了资本帐户开放来做一个改革的实验，但是实际上到现在，还是有限。现在尤其在阴谋论和空军说法的支持下，很多领导更会犹豫。上次在另外一个场合里开会的时候，我说，我们不要总把外资看成是猛兽，最后到底谁怕谁啊？是中国怕外国投资者进来制造很多麻烦，还是其他国家资本市场和投资者担心中国资本来了以后给他们带来没有必要的波动？香港政府梁振英今天说，他们坚决支持深港通。但是我想，他们很多智囊最近三个礼拜可能开始有一点犹豫了，让大陆开通了以后，搞得港股也每天那么惊心动魄，他们本来可以更加平静地生活，现在有了沪港通了以后，每天过惊心动魄的生活。如果决策层真的能够想开的话，开放对中国资本市场、金融市场的稳定能起到的作用，利远远大于弊。但是从现实来讲，我觉得这次肯定会对开放资本帐户的进程有一些负面的影响。

郑勇：我想请教一下。中国大陆股票市场的参与者，个人投资者散户化的特征特别强。你能不能从世界各国各地区金融市场发展来看，哪些国家的金融市场，从原先也是一个散户为主的市场，逐步发展到以专业机构为主要参与者的市场，有哪些值得我们借鉴的经验？

陈志武：可能台湾和韩国的股市发展历程，对于大陆的

借鉴意义比较大。1990年代，我第一次去台北的时候看证券公司的交易厅，后来国内和他们一样，那么多的散户坐在那里看电视屏幕，要么都是绿的，要么都是红的。台湾股市的机构投资者发展过程，跟中国最近十几年做的基本差不多。所以到1999年左右，台湾机构投资者起的作用就比较大了。但是当时跟他们聊的时候，我总的印象是，他们觉得有了机构投资者以后，换手率、波动率反而大大增加了。

我原来做过一个模型，大致可以这样理解：假设一个国家的资本市场，股市的参与者有一半是真正的长久投资者；另一半是炒家，是赚钱就跑，短期投资的那些人。本来一个自然的状态，是这些上市公司发行的股票，有一半被那些长期投资者（可能20年都不动的那些人）持有了，另一半被经常换手的人持有了，这是自然的状态。我们现在呢，整个市场参与者60%的资金，由机构投资者、开放式基金来管理。假设这些长期投资者的资金，都投到机构投资者的基金里，但这些机构投资者对于长期投资者的偏好不太关注。因为他们做市场营销时知道，这些长期投资者一旦进入我这个基金以后，他们十几年都不会动的。那么我做市场营销时，把重点放在谁身上？只放在那些经常换手的、进进出出的人身上。所以这样一来，没有机构投资者还好，有了机构投资者，他们把那一半本来不动的钱变得随时在动。到1990年代末，很多台湾的监管部门和学者就说，没有机构化还好，机构化了以后，换手率没有下降，都上升了，都是机构投资者为了迎合短期炒家股民的偏好。一个实际的问题是，如果炒家关注的是最近五天的基金回报，而我把股票放在那里几年不动，另外一个基金专门追求最近几个星期最热的那些股票，两家基金公司竞争的时候，谁最有可能把经常换手

的、好动的那些股民的钱吸引过来？肯定是做短期的。因为看最近几个礼拜业绩的时候，他们可能和目前大盘的走向，和最热的那些股票的走向更贴近。这样一来的话，可能搞的不好，会造成波动率、换手率，反而因为机构化的上升而上升。当然最后还是回到整个资本市场制度架构的问题，因为台湾也有同样的问题，监管部门想要做的事太多，太勤奋了。这样更多的人会追求短期的业绩，而不是作为长期投资者存在。

吴君：陈老师，我看过你很多文章，也买过你的书，今天很高兴听你的演讲。我想问一个关于资本帐户开放的问题。我知道在国内反对资本帐户开放的，主要是林毅夫和余永定老师，我也知道你是支持资本市场开放的。我个人是倾向于资本帐户开放要非常谨慎的。因为几个原因，第一，我们国内金融体系非常脆弱，最近股灾也能看出来。第二，我认为我们汇率自由化和利率市场化还没有完成，所以资本帐户开放要谨慎。我想问一下陈老师，现在资本帐户开放，是不是一个合适的机会？你认为资本帐户开放，在我们中国现在的社会现实下，最大的好处到底是什么？谢谢。

陈志武：这是一个很大的问题，资本帐户开放，好处很多。第一个好处呢，让中国的家庭和企业能够更好更优地配置他们的资产、他们的财富。很明显的，上海也好，还有其他大中城市，太多人把太多的钱放在房地产上面，这是非常危险的。我也在很多场合说过，2007年-2010年，美国中等收入家庭的财富在金融危机三年里平均缩水40%左右。美国最富的十分之一的家庭，在同期间，财富没怎么变，还上涨了2%左右，这主要是投资组合上面的差别造成的。因为中等收入家庭的所有积蓄，再加上杠杆，住房按揭，都放

在房产上面。美国房价在那期间跌了 20% 左右，对这些人，通过杠杆就转变成了将近 40% 的财富缩水。最富的十分之一家庭，因为他们投资多元化，国内国外各种不同的投资品种，有很多的配置。

中国千千万万的家庭，非常有必要在投资理财结构上做很大的调整。因为中国经济的下行压力，和以后新常态，是很难避免的，没有哪一个国家在历史上能够永远快速增长下去。坦率讲，那样实际上也是很很不健康的，即使能够做到这一点，中国人也变得更加不是正常人了。也因为这个原因，我不太主张想尽一切办法稳住很高的增长，因为那样的话，会把人变得更糟糕。对企业也是一样的，这些都和资本帐户是否进一步开放有非常直接的联系。

第二个方面的好处是推动改革。现在我知道很多主张进一步改革，尤其金融开放改革的很多人，跟我看法一样。邓小平当年面对国内改革的挑战很多，有一个办法改变这个局面，就是通过引进外面不同的角色。当然我不是说引进那些空军，但是一旦你让他们进来，有更多的利益在中国了以后，不可避免的他们会对很多政策和规则的制订有一些发言和影响，这也是应该的。这样一来，像邓小平那样，1978 年以后通过引进外面的力量，来倒逼国内的改革。我觉得这是资本帐户开放很重要的一个好处。

第三个好处，对于国家层面，还有资本走出去，尤其是我们现在把人民币国际化变成政治任务以后，如果资本帐户不放开，人民币怎么国际化？那么多人拿到人民币以后放到哪里？拿着这么多人民币，但是不能给我升值保值的空间。本来就是从中国走出去的人民币，然后人民币要再回来，还要进行管制，连我们自己都不让自己的货币进来，这

是一个悖论。我们要人民币走出去，怎么走出去？走出去以后要回来，还要那么多的一层一层的管制。所以这也是涉及到的资本帐户是不是能够进一步放开的问题。如果没有这一步，人民币国际化也很难做到。这些涉及到的东西太多了。回过头来想，当年计划经济多简单啊，那时候没有这么多的复杂的金融品种。坦率讲，有时候我也跟不上了，现在货币市场上的货币工具，英文缩写的名字太多了。这些发展让我们这些人都觉得这个世界越来越复杂了。所以我觉得资本帐户的开放，是一个迟早的事，否则的话，中国很难保持第二大经济体的位置。

乔依德：我利用特权，追问一个问题。你刚才讲资本开放的好处。但是这里面有一个悖论，你刚才也讲了，我们一些决策者或者监管者比较随意。你现在关起门来随意也就算了，如果开了门你也随意，这不是更糟糕了吗？从另一个角度来讲，这不是一个很大的麻烦吗？

陈志武：要改变这个习惯，只好通过引进更多的国内国外的角色。大家看一下，A50之所以能够首当其冲地被证券公司保护，就因为A50涉及到的利益不仅是国内的股民，还有香港、新加坡、美国的，用A50做标的，设立的ETF，在国外很多。所以有一些朋友几天以前说，A50肯定是重点保护的，因为这涉及到国家形象的问题。从某种意义上来说，这恰恰说明倒逼的力量还是有必要的。

乔依德：好的，今天的时间比较长了。让我们再次以热烈的掌声，对陈志武教授的演讲表示感谢。

（以上内容根据录音整理，未经本人审阅）