

# 研讨实录

第 73 期

73

本次股市异动的成因、后续影响和政策建议  
汇改的起因和影响



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  
二〇一五年九月

## 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》收录了最近基金会和《科学发展》杂志社合办的二次学术活动的实录，分别为系列座谈会 2015 年第 8 期关于中国股市震荡的讨论，系列座谈会 2015 年第 9 期关于近期汇率改革的讨论。

第 8 期系列座谈会就近期中国股市震荡的相关问题进行了小范围研讨。上海银行原副行长王世豪、复旦大学证券研究所副所长刘焜松、圆信永丰基金总经理助理兼首席市场官沈明、百峰投资咨询有限公司总经理张伟、国富投资管理有限公司首席经济学家刘海影、上海发展研究基金会研究员肖明智等参与讨论，上海发展研究基金会副会长兼秘书长乔依德主持。与会专家围绕中国股市的几个问题展开讨论，即：股市大涨大跌的原因、对金融改革的影响、政策建议。综合讨论结果，专家们提出以下几点政策建议：（1）组织有关部门以及行业协会、社会团体，调查这一次股市大起大落的原因，从中吸取经验教训。（2）禁止政府官员、官方媒体通过评论、社论等形式直接评价股市的点位或趋势。（3）严格控制杠杆资金规模，对各类杠杆资金进行监管，设置杠杆资金配额红线。（4）股市快速上涨阶段，可通过大规模新股发行对股市降温。加速注册制的推出，通过股票的大量

供给，使股价更多由上市公司基本面决定。(5) 克服阻力，尽快推出资本利得税，改变目前仅对红利征税的情况。(6) 增强做空机制。

第9期系列座谈会讨论了近期的汇改。复旦大学原经济学院院长韦森教授、上海交通大学上海高级金融学院执行院长张春教授、圆信永丰基金总经理助理兼首席市场官沈明、上海银行原副行长王世豪、上海财经大学现代金融中心主任丁剑平教授参与讨论，上海发展研究基金会副会长兼秘书长乔依德主持。与会专家围绕汇改的几个问题展开讨论，即：汇改的原因、对实体经济和金融改革的影响、政策建议。

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

二〇一五年九月八日

## 目 录

本次股市异动的成因、后续影响和政策建议.....	1
汇改的起因和影响.....	33



## 本次股市异动的成因、后续影响和政策建议

### 系列座谈会 2015 年第 8 期

上海发展研究基金会 2015 年 7 月 17 日

上海发展研究基金会于 7 月 17 日举办了系列座谈会 2015 年第 8 期，就近期中国股市震荡相关问题进行了小范围研讨。上海银行原副行长王世豪、复旦大学证券研究所副所长刘焜松、圆信永丰基金总经理助理兼首席市场官沈明、百峰投资咨询有限公司总经理张伟、国富投资管理有限公司首席经济学家刘海影、上海发展研究基金会研究员肖明智等参与讨论，上海发展研究基金会副会长兼秘书长乔依德主持。与会专家围绕中国股市的几个问题展开讨论，即：股市大涨大跌的原因、对金融改革的影响、政策建议。

**乔依德**（上海发展研究基金会副会长兼秘书长）：你们自己先介绍一下。

**沈明**（圆信永丰基金总经理助理兼首席市场官）：我叫沈明，对盘面看得比较多，但对宏观经济的了解不是很多。

**张伟**（百峰投资咨询有限公司总经理）：我叫张伟。业余股票研究者。

**肖明智**（上海发展研究基金会研究员）：我是基金会的研究员。

**乔依德**：现在证券行业比较吃香，像以前国外的四大，大家都要去实习，为了以后出去有一个比较好的头衔。

**沈明**：主要还是现在国内学金融的太多，每年毕业的人实在太多了。留学也是学金融。



**乔依德:** 大家都要到赚钱的地方去。以前我知道美国好几家公司都是这样，他们做得很苦，知道以后做不了合伙人，反正苦几年，这个工资比实习要多，但比市场上低，做几年再到市场上工作。

**刘海影**（国富投资管理有限公司首席经济学家）：我叫刘海影，我在一家私募公司做研究经理。之所以招很多人，就是为了从中选择，如招 20 个人只选一个。

**刘焜松**（上海社科院经济所研究员）：我在上海金融与法律研究院那边挂了一个副院长，对外也要这个身份。后来复旦大学正式给了一个聘书，对外学术就用这个。可能正式的应该是在亨得利控股属于经济学家，实际上帮他们管投资。兼了 4 家公司的独立董事，原来我是长安基金的独立董事，后来基金管得严了，改成长安信托的独立董事。

**沈明:** 今年严了，你买的股票还不能抛。

**刘焜松:** 我说这怎么行呢？我做了 23 年股票，叫我不做股票，叫我申报，那个很频繁，一天交易很多很多，这怎么可能申报呢。大概就是这个情况。

**乔依德:** 非常感谢大家来参加我们的内部研讨。大家很多都是朋友，我们基金会也是公益的非营利的。我们除了沙龙、研讨会，也有内部的系列研讨会。这次系列研讨会的主题是对当前股市或者股灾做一个分析评估。主要是三个问题，我们一个一个问题谈，这样会谈得比较集中一点。第一个问题是，最近一段股市大涨又快速下跌，原因何在？大起大落的原因是什么？

**沈明:** 按照市场上比较多的原因分析，我比较认同的是 FT 上登的一篇文章，交大金融学院一位教授写的：主要还是资金杠杆倍率在这次股市下跌前，超过美国，超过日本、

---

台湾，整个杠杆超出常规了。从这个角度上来看，我也比较认同他的观点，中国股市上涨实际上是管理层对融资杠杆有点失控，我们从业人员也知道这些失控的原因，不仅仅是券商给个人投资者配置的失控，还有一些浙江比较活跃的公司。我不知道其他公司，我们公司接触浙江、福建比较活跃的一些财务公司，或者是理财公司，通过我们基金公司或者信托或者其他公司进行融资，融到资以后再加杠杆往外配。这些我觉得是一个主要的原因。

在 5000 点附近，监管机构也意识到这里面的一些问题，开始慢慢收紧，收紧当然有内部一个变化，导致整个市场出现了戏剧性的变化。首先爆掉 10 倍以上的融资公司，就是这样一个过程。我比较认同 FT 的一篇文章，他写的比较接近的。快速反弹主要就是政府入手，我是这个观点。

**张伟：**这次掉下来除了杠杆以外，还有一个资产 PE 本来就太高，这种高 PE 类似有毒资产。到了 5000 点所有做进去的人都在想怎么出来。

**沈明：**做空的实际上 4600 他们已经在做空了。

**乔依德：**我们先讨论第一个问题，这次股市为什么涨了以后又快速跌。

**沈明：**这个股指，从 2000 点往 4000 点推，市场上普遍说，中国经济不能以成熟市场这种估值方法来计算的，中国有一个经济转型，有一个制度改革的红利释放在过程，所以估值给高一点。还有李总理号召大家万众创新。

**张伟：**这个估值太超出可能性了。

**肖明智：**我来讲两点，一个是上涨的原因。我收集一下过去一年官方媒体的文章，几乎一边倒看多，暂时还没有找到一篇看空的。比如：

2014年09月17日新华每日电讯“看好股市行情，各类专业机构跑步入场”

2015年4月8日新华社评“风口上的中国股市”

2015年4月15日人民日报发文“此轮牛市有利于经济增长”

2015年4月21号人民日报“4000点才是A股牛市开端”。

2015年5月31日，那天已经爆跌了，新华社仍然说“6月慢牛逻辑没变”。

官方媒体一直唱多。有一部分人相信政府，有些人是看新闻联播炒股的，这部分人的资金会持续进来。政府在政策上对股市的吹捧导致泡沫吹得比较大。

另外一个数据调查，在2014年的时候，中国居民财富中，房地产财富占60%，存款5%，股票只有1%。2014年中出现一个情况，2014年房地产已经开始下滑了，如果我们把存款作为水龙头，它一方面可以投到房地产去，一方面可以投到股市里面。如果房地产出现问题了，本来要投到房地产的资金放到股市里面，这个量就很大。总体而言，我们房地产的财富可能是股票的10倍以上，如果房地产开始出了问题的时候，就会带动股市的上涨。今年4月份的时候，房地产开始回暖了，有一部分资金又从股市里面回到房地产，或者本来要投到股市里面的资金就去投房地产了，对股市形成了一个挤出的效应。

**沈明：**这个不对。事实上去年6到8月份，我们从业人员当中已经有一个共识，普遍认识到这个指数要起动。这里面有两个触发因素，第一是信托产品所谓的刚性兑付已经出现问题，你们回去看看媒体在去年6、7、8月，很多新华信

托都已经出现违约，国家对信托资金严格监管，这些无风险套利资金会出来。这是第一波。

第二波就是支付宝。大家都知道，炒得最高的那个时候，货币基金已经炒到 6、7、8、9、10 收益率。现在货币基金的收益率在下来。原来你在信托那边做 10%，干吗还要投实业？如果在支付宝能拿 6%、7% 的收益率，何苦要做其他？这两波中，我们就注意到资金会慢慢注入到股市来，地产不支持这么一个庞大的资金，我们认为这块资金会朝股市来。那个时候股市的估价还是非常低，尤其像工商银行估价 2、3 块钱，而且每年分红也不低于 5%。这肯定比信托、地产，还有其他投资的收益率要高。这是市场起来的真正原因。大概是这样，我不能说完全对。

**王世豪**（上海银行原副行长）：快涨快跌，大家都知道主要还是杠杆资金。杠杆资金我觉得可以用，大家刚才都说了，杠杆资金来源，第一个是场内融资，最高 2.3 万亿，现在是 1.5 万亿。第二当然就是场外配资。第三就是信托和基金结构性产品。第四就是银行。信托和基金实际上也是银行的钞票，但是银行直接也在放，这个加起来 2 万多亿。场外配资 5 千亿，现在叫法比较多。第三块有人讲 1.5 万亿，它的依据是我们银行大体上的理财产品总额是 15 万亿，算下来股权类的大概是 1/10，那么是 1.5 万。最后一块我们银行直接贷，这个也很多，大概 5 千亿。如果这样算有大概 5 万亿资金。显然证监会在开始引这个水的时候，没有一个防火墙，无限量可以进去的，这个就是重大失误。我们银行里面都有一道一道的坎，像医生到 38、39 度都要控制住。美国现在融资只占到市值的 1.7%，我们最高点 70 万亿市值，如果算 2% 的话，1.4 万亿，搞了这么多进去。为什么这么简

单的东西都没有想到，我感到奇怪。我们银行做这么多，银行里面一道一道的防线有的是，我觉得最重要就是这道防线没有设。

第二，下面的配置。像我们放贷款的对象，允许人家把自己的住房抵押来融资，这个口子开了不得了。对于赌徒，你开放了，他身家性命也可以进来。如果上到 6120 点，中国不知道多少人跳楼，房子都没有了。现在还消灭一批中产阶级。股指期货 4 月份开放，你应该想到股指期货的作用怎么样，没有任何一道防线，进去没有，下来也没有，这个监管还是差。我在监管部门也做了多年，过去证监会没成立，保监会没有成立，都是我们处理的。这样一进一下都没有的，股指期货的防线也没有。我觉得，总量控制方面没有预警线，这个好像是不应该的。就像财政赤字 3%，负债率 60%，这不是很深奥的东西，一般证券市场基本的警戒线你都没有。这么多人到处演讲，好像很深奥。财政部的人如果不知道财政赤字 3%，负债率 60% 是警戒线，是重大失误，需要追究的。假如在银行，银行行长早就被弄掉了。

**沈明：**制度上的缺失还不是很可怕，比如说，有涨跌停版，还有期指对冲。实际上在 4700，基金不会损失很大，恰恰我们损失不大。实际上在 4700 点以上，我们已经意识到了下行风险，我们从 4700 到 5100 一直有对冲工具对冲掉，那个时候一直亏损，很多管理者认为没有必要，你干吗做一个亏损，每天都要损失 2-3 个点的净值在里面？但是倒过来看，你意识到这个市场已经失去了估值的合理性和理性的操作范围。有的时候我觉得可以控制，不是不可以控制，如果把所有的工具和机制放开，不会下跌这么快。

**王世豪：**按照中国这样算下来，只能融 1 万亿。你可以

---

研究中国的特殊性在哪里，现在场内融资 1 万多还说少，还要上，到底上到多少，这个国际上都有标准。现在他们还没有提出来，我看证监会也没有提出来。

**刘海影：**他们可能都不觉得自己有责任。其实监控上这种具体的技术条款不是特别难，而是说他们的导向就想让它涨。所以就没有想到，涨上去有可能跌，跌有可能是这样一种后果。现在事后来看，这一轮上涨和下跌原因很清晰，我去年 9、10 月份写过一篇文章叫“追逐‘刀锋上的泡沫’”，它就是一个杠杆资金推动的泡沫化。在什么估值水平上有泡沫，大家可以争论，这一轮行情起来是泡沫催生导致估值上升。上一轮牛市是双轮驱动，当时 GDP 增长速度非常高，从 2001 年 2002 年比较低迷往上，2005 年已经起来了，2007 年到了 14.3% 的水准。在 EPS 大幅好转情况下，估值跟随扩张，是正向地把这个市场打上去。这轮行情完全不一样，这轮行情在发动之前就可以明确预期知道它的 EPS 不会上去。我跟几位大佬争论过，根据目前中国宏观经济结构，你的资本回报率在如此多坏资产存在的情况下，在如此巨大过剩产能的压迫之下，你的 ROE 上不去的。可以明确知道，这轮行情上去，EPS 贡献非常小，就是个位数空间。

但是 PE 扩张不是说没有道理，除了肖博士刚才说的官媒文章吹捧之外，有其他的一些根源。像沈总讲的，我认为最重要就是股票供需，从需求方面讲，其实是居民资产的转移配置，以前放在股市比较少，现在放得比较多。但是居民资产配置到股市，在 EPS 没有上去情况下，你只能靠赚钱效应，赚钱效应靠边际买家，就启动这个雪球开始滚起来。先遣部队是杠杆资金，杠杆资金越加越大，后续部队是源源不断居民的配置。杠杆基金带动赚钱效应，带动居民资金再

配置，放大需求面。

供应面不是说没有改善。举个简单的例子，2001年中国 GDP 是 11 万亿，这个行情发动之前差不多 60 万亿，而我们的指数差不多没怎么走。事实上从 11 万亿到 60 万亿，中国经济不是说没有一些公司赚大钱，但这种赚钱公司没有机会被装进股市里来。从去年开始，中国恢复了把好东西装进股市的这种能力，一个是 IPO 重新启动，还有比 IPO 更大的定增收购，把经济体里好的利润点装进来。比如说一个高科技公司估值是 100 倍，你用 20 倍甚至 30 倍到市场上买一个未上市的公司，就把那家公司的高增长带进来了，你的利润就上去了，你的增长速度也上去了。在供应链这个角度而言，不是说没有一些积极变化，的确也有，这个帮大家做这个梦，不用传统的预估、市盈率这种。

在这轮泡沫中，大家所引述的一些想法，我认为是不正确的，现在已经看得很明确了，包括改革的预期呀，无风险利率的下滑呀，还有国家牛市等等。在改革方面，我认为没有什么进展。因为按照我的理论，真正的改革必须要能够去除一些坏资产，而这个工作我们没有做。

央行放松货币政策，首先的作用是使银行间利率往下走，这对于居民资金是否配置在股市关系没有那么明确，当然你可以说有情绪上的鼓励，这个可以有。关键是杠杆资金推动泡沫化行情，本身就是一个不固定结构，它是一个正循环。股票越上涨，资金越多，一旦到了一定的线就会有一些卖家出来。这个市场有一些卖家和买家，你买了很多筹码赚了钱，就要扔掉一些筹码。到了 5 月底开始出现一些下跌，6 月份逐渐下跌，杠杆一下子就变成自己杀自己。美国的杠杆率是 2.5%，这还是华尔街发展 100 多年之后的结果，我

---



们 12 个月就从零干到 4 点几，5 点几。

**王世豪：** 将近 10 了。

**刘海影：** 在国外我们知道，作为个人炒股者，我的杠杆可以随便放给我。但是大家不用这么多杠杆，大家还是按照一个很正常的力度去买。我们差不多 12 个月就干到 10，这都是边际买家的非稳定行为，一旦出现正反馈行为就崩溃。真正杀出来的资金不仅仅是强停盘，更多的是减仓盘，因为明知道要跌，所以就直接崩溃了。事前其实也知道，但是事前不知道在 5000 还是 6000。

**沈明：** 我们机构是知道的。

**刘海影：** 机构也没有逃出来。

**沈明：** 主要看社保基金在 300。

**刘海影：** 他们也有可能错误。

**沈明：** 他们已经开始谨慎起来了。本来在 4000 点以前，每天都是二三十亿加仓，而且没有对锁机制。一旦开始往下减仓，而且增加对锁机制，风险控制住的时候，你就知道这个市场开始减少了。大家不要全怪杠杆基金，它本来就是双刃剑，从本次股市上涨和下跌看，在一些制度设计上有一些缺陷。

**刘焜松：** 我觉得这次牛市还是要回到宏观经济这个角度来看。当时中国经济在我看来，一直面临两个真正的问题，一个是产能过剩，一个是债务问题严重。其他的一些问题，比如说环保、经济结构，这些都不是真正的问题，这个不是病。就像一个人不是很健康，身上有很多小毛病，这都不是很致命的。但是产能过剩跟债务问题，是真正的问题，这个必须要解决的。

产能过剩面临一个什么问题呢？就是通过紧缩，一定会



带来利率的下降，这是大家都分析得出来。利率进入下降的周期，我们存款准备金率也很高，存款准备金率也经历一个下降周期，整个货币政策虽然讲是稳健的货币政策，实际上进入一个扩张的周期，这是一个背景。

第二就是房地产价格。房地产市场也是产能过剩，除了一线城市的市场基本平衡，甚至于还略微不能满足，绝大部分城市房地产也出现产能过剩。产能过剩使房价没有上涨的动力，就使得原来在房地产市场里的投资类资金被迫撤出来，撤出来它要寻找一个出处。原来我们有很多资金进入信托，进入理财，进入一些债券，这就像前面沈总讲的，去年上半年明显出现问题。本来认为是一个无风险的东西，好像开始有风险了。这是当时我们所看到的大趋势性的东西。要解决债务问题，一是要增加资本金，二是要做大资产端，还有要把资金的成本要降下来。因为你现在 100 万亿的债务，如果不把资金成本降下来，光引申出来的债务就很可怕，就算一分钱新债都没有借，也会多出来 10 万亿的利息，所以一定要把资金成本降下来。要降资金成本，也要降利息，一方面是客观产能过剩的要求，一方面是解决债务问题的要求。

在这个过程中，中国还是不乏很高水平的人，我觉得已经有人看到了。这次牛市，不知到底是中财办那边出来，还是国务院那边出来，但肯定是有人跟中央出主意，应该启动牛市。这么好的机会，大家都看到了：利息进入一个降息周期，存款准备金率也进入下降周期，居民资产的配置进入转移的阶段，而且股票又进入价值区域。我一直认为在 2000 点有价值的，跌了 6 年了，跌了这么多，如果上一届留下一个什么很好的东西下来的话，我认为就是把股市留下

---

来了。中央采纳了这样一个建议。这个建议事实上应该到去年年底都是成功的，整个社会信心恢复非常快，居民财富确实确实得到了增长，对改革也充满了信心，对新的这一届党和国家领导班子也非常满意。

但是到了 3000 多点的时候，我记得是 3234.48，实际上这个时候至少我认为是出现了两个不同的发展股市的声音。在社科院的小会，我们三个人搞了一个讨论，当时很多人，尤其是市场机构的一些分析师、基金经理，提出来的口号全是拥抱金融泡沫。因为方方面面分析下来，中国一轮股市大泡沫的时代来了，应该积极去拥抱。所有的人都看涨，对 2014 年、2015 年大部分人都是看涨。我当时提出来一个观点，这个市场肯定是要发展，而且肯定遇到千载难逢的发展机会，到底应该怎么发展，我认为市场发展有两个方向，一个方向称之为横向发展，一个方向称之为纵向发展，目标都是要把这个规模做大，要抓住这样一个机会。所谓横向发展，就是要尽可能多发新股，尽可能多进行再融资。所谓纵向发展，就是让价格上去，通过价格上去，把市场规模做大了。我个人是非常反对价格上去的。当时刘海影也和我们在上海法律与金融研究院开会讨论，我的建议是：今年应该通过市场发 5 万亿的股票。如果这个建议得到采纳，他们当时也有记录，我觉得根本没有今天这个情况。完全可以通过新股发行来调节，一个礼拜发 10 个，不够的话一个礼拜发 30 个，一定要把价格控制住。要在价格基本合理的前提之下，迅速地扩大市场的规模，因为估值如果是基本合理，老百姓拿了个股票是不用担心的，长期来看有 4 到 5 的回报率，他不用太担心。完全可以通过市场化的手段进行调节的，在有价值的前提之下，适当放点杠杆死不了人。关键是又没有

价值，泡沫又很大，又用了很大的杠杆。

我觉得事实上最终市场走向了纵向扩张的路。3234.68很快就到了5178。在这个过程当中，应该说官方媒体起了非常坏的作用，当然这个中央已经在整顿了，新华社、人民日报天天发股评。原来是证监会写个信给他们的，希望他们支持，结果这个没有及时中断，他们不断发，他们发的东西就是记者写的东西，但是民间全部把它理解成是人民日报代表官方、新华社代表政府的声音，所以现在使得国家信用受到相当大的损失。诸如“4000点是牛市半山腰”，“4000是牛市刚刚开始”。5月28日爆跌，新华社一篇文章出来“暴风后更见彩虹”，又从4200多点往上干，一直干到5178。后来证监会又给了中宣部一个函，非常感谢你们在这轮牛市当中起的作用，到此为止不要再发了。

这次崩盘的一个重要原因，6月几号一根大阴线下来，但是隔了两三天人民日报和新华社都没有声音，其实敏感的人就知道有问题了。这次市场调整我觉得是必然的，完全在预期之中，没有预期到的是以这么快的速度调整。到5178的时候，我每天都在跟踪的，市价总值已经达到71万亿。另外，香港的港A股，大概11万亿，那边现在大概是28万亿港币，其中一半是大陆，乘以0.8，差不多是11万亿人民币。两边加起来已经达到82万亿，中国证券化率已经达到130%。目前在大的国家里面，就一个美国的证券化率在150到160。香港是一个城市化的地区，它的证券率化达到百分之几百了。实际上到了这个时候，市场也接近它的极限了，再往上涨能涨多少，涨30%就到170%了，那是非常非常的极限了。

社会各个阶层都在疯狂炒股，可以说国家牛市的负面作

---

用已经超过它的正面作用。股市投资是专业性非常强的活动，结果所有的人都进来。我记得5月23号在社科院一个演讲中说，今年1月到5月新增投资者1100万，像德国也就8千万人，英国也就6千万人，我们短短5个月时间新增的投资者就要1100多万。正是这样一种现象，真正是引起最高层的警觉。这一轮调整是最高层授意，根本不是市场的自然调整。第一，人民日报、新华社突然之间没有声音了，这明显表示最高层对这个市场有看法了。第二，实际上5月25号大家不知道有没有注意到，人民日报当时刊登了一篇长文，大概是说如何看待当前的经济形势，采访了权威人士，这个权威人士是谁都不知道，我估计应该是刘鹤，他是代表最高层声音的。其实那篇文章之后，整个关于股市的政策就发生大调整了。5月28号新华社记者可能还不太清楚，大跌之后写了一篇文章，后面就再也没有了，这个实际上是有最高层的授意在里面的。

我估计最开始他们所希望的应该不是这么惨烈的调整，他们认为市场这么强，稍微弄一弄调到4500、4300差不多就可以了。为什么调得这么凶？就是刚才我们王行长讲的，我是完全认同的，就是杠杆占比太高了。谁也没有想到，我们这么有经验的人也没有想到，会以这样一种速率下跌。2013年6月20号，我们全部逃掉，那个时候第一步跌20%，跌了4个月。2007年10月份见的顶，真正第二轮下跌到2008年2、3月份才开始，当中给了你几天时间来反应。在这个过程中，肯定有恶意的成分在里面，这个恶意成分就是配资公司。配资公司实际上变成一个内幕交易者，因为他发现手里有大量的资金要平仓，他知道股市必跌，然后在股指期货同时做空。这些配资公司看到了大量市场参与

者的底牌，全部在他手里，最大的配资公司上千亿，不知道这个钱从哪里来。他们对市场很了解，光他一家公司就有几百亿的仓，减仓肯定很缓慢，根本没有想到以这么快的速度往下调。其实配资公司在这里面起了非常大的推波助澜的作用，一方面要求客户强制平仓，一方面在股指期货放空。真正的大赢家应该是这批人，这批人这次应该赚疯掉了，应该是千亿甚至万亿为单位的，绝对不是以百亿为单位的。

原来也在讲是不是有外资介入，100%，这个根本不用讨论，绝对有外资介入。是不是外资恶意打下来，这个未必。这里面有几个原因，一是这种股市根本不符合人家的投资理念，你现在又弄出来一个做空工具，它干吗不做，这个东西真的没有价值。中证 500 疯狂的时候，市盈率炒到 60 来倍，创业板更离谱，3 块钱的净资产炒到 300 块，市盈率超过 100 倍，我看纳斯达克最疯狂也没有这么疯狂。人家外资都是机构投资者，这种东西不要说他们，当时我都想，不过还没有付诸行动。我当时就讲，最大的机会就是做空中证 500 指数期货 1507，很可惜我这次没有抓住这个机会。这个是明摆着的，因为它有一个杠杆在里面，有的时候它的浮动太大。所以在那个时候，中金所推出中证 500 这样股指期货的时候，这里面有没有内幕就吃不准了，实际上已经提供非常好的机会，期指上做空可以迅速把你的规模扩大，你要卖一两个亿太容易了，最高一天成交 3 万亿。另外有几个事情可以佐证应该有外资介入，外资介入规模不一定会很大，比如 5 月底世界银行突然发了一个声音，认为人民币汇率基本合理了。

**乔依德：**是 IMF 在 5 月底说的。

**刘焜松：**反正是机构里面的一个。美国也好，世界银行

---

也好，国际货币基金组织也好，一直都认为人民币严重低估，突然之间发一个声音，说人民币估值基本合理了，这其实是给所有全世界在中国的外资发出一个非常明确的信号：这里的资产可以退出了。这个信号不单单是对股市，这是要加以高度关注的世界主流的声音。国外主流声音已经不再认为人民币低估了，认为人民币估值合理了。对一个不太低估的货币，我为什么呆在这里？如果你的资产价格又是高估的，我为什么要呆在这里？这是中长期的信号。爆跌后出现一个事情，世界银行说中国政府干预太多了。标准普尔也在爆跌后突然调低了南京银行的评级。后来美国政府出来辟谣，至少美国没有介入。就从那一天开始，第二天中国 A 股就见底了，有传闻说，中国政府在美国国债市场上放了 3 千亿美元的炮弹。外资肯定介入了，但是他们有多大的力量这个不好说，是否主谋这个不好说，但肯定是介入了。后面讲的只是传闻，不知道真与假。如果是有这件事情，我觉得中国政府做得也蛮霸气的，就应该这样。如果你真的要这样做，我现在手里拿了你我那么多国债，必要的时候我为了救市当然可以这样干。

**张伟：**这个不可能。这次的事情你前面讲得对，在 5000 点的时候，中央有这个意思，放得太快了，泡沫太大，怕爆掉。4500 点的时候，上面有人认为这下风险大了，但没有想到这个炸弹根本没有顶住，收不住了。

**沈明：**淡马锡减持兴业银行是在 4 月份，17.25 元全部清掉。他认为在 17.25 元，A 股估值远远超出他的风险承受能力。外资也没有做空机制。

**刘焜松：**这个绝对不能从面上看。中国现在虽然资本项目没有完全开放，实际上是开放的。合资企业也好，独资企

业也好，这么多的三资企业，现在个人规模在市场上都是很惊人的，还有各种各样的私募，这些里面到底哪些资金是外资控制的，哪些不是？

**沈明：**我完全不同意你的观点，我在公司负责 QD、QF，我完全知道资金。

**刘焜松：**我认为有很多其他的渠道。

**沈明：**不可能。

**刘焜松：**实际上外汇储备所对应的这些人民币到底在谁手里？

**沈明：**这个国家掌握得一清二楚。

**刘焜松：**怎么可能？

**肖明智：**外资企业的流存一直没有拿回去。

**沈明：**佐立克对外界资金操纵中国股市有过一个发言，你们有没有看？ he 说是外资占中国股市的比重不到 1%。

**刘焜松：**资金进来太多了。现在第一个通过所谓收益权互换，第二通过货币互换，第三是贸易渠道，第四 FDI 进来。进来以后我一个合资项目，我进来 50 亿美金，成立七八家子公司，子公司再通过资金往来，转十几个弯你根本不知道。

**沈明：**造假在另外一方马上就知道了。

**刘焜松：**不需要造假，我向你采购，把款打给你。

**张伟：**你把老外产业基金和证券基金看成我们温州小商人了，实际上他们不是这么做的。

**沈明：**这是不可能的。

**刘焜松：**这个东西警觉一点也不是一个坏事情。我刚才说了，外资不是我们这次下跌的主要因素，这一定要反复强调。只是因素之一，可能起的作用只有 5%-10%，我相信



5%-10% 是有的，90%-95% 还是我们自己的问题。但是认为 5%-10% 都没有，我不相信。

**乔依德：**你前面讲得很精彩，讲的很多分析，我也学到很多。

**王世豪：**我们是怎么上，怎么下，要直接讲这个东西。

**张伟：**实际上中央去年上半年的时候，有好多人提出去年下半年经济上会有很大压力，当时一开始不是很认同，到了下半年觉得确实有问题，所以就找一个抓手来做，才有了要把股市搞上去，就这么简单几句话。

**沈明：**决策人物对泡沫有担心，有人举了一个例子，房产现在也是有泡沫的，房产也是有杠杆，大家都过得好好的，但是预期要管理好。

**乔依德：**大致上我觉得刚才谈得还是很好，很清楚，有很多政府决策上的东西在里面。一个是政府这次干预太多，这是一个问题。当然后面有一些技术上的，包括融资平台，特别是场外配资等等，这是导致快跌的原因。

下面转入第二个问题，后来政府出台了一系列救市措施，怎么评价？当然要不要救，现在也不要讨论，因为已经救市了。救市当中有很多做法，我们看看哪一些做法是可取的，哪一些做法不可取，或者要改进，或者哪一些做法是暂时可取的，但过一段时间要把它去掉。

**刘焜松：**这次救市政策各部委和国务院使出了浑身解数，救肯定要救，那个时候已经出现全民恐慌，直接危及证券公司、银行、银行理财产品、基金、信托，背后资金都是银行的。前面我们讲有两个问题，债务问题跟产能过剩，原来股市不是问题，现在就把股市折腾出一个问题，最后必须要救。



我觉得这次可喜的最大的成果就是平准基金成立，因为平准基金原来千呼万唤一直没有出来，现在在危机当中被迫上阵。这个平准基金的规模是很大的，规模大了以后，将来应该能够起到一定的干预力度，至少比以前好多了，不会那么疯狂了。如果涨得快我就打压一下，如果跌得多就拖一拖，它手里的资金和筹码都是比较多的。

其他的我个人认为，中证 500 应该取消掉，取消的原因是它的规模太小了，中证 500 操纵起来太容易了，两三个大型机构就可以玩弄于鼓掌之中。当前 M2 有 130 多亿，居民存款就有 50 多万亿，现在证券公司、基金公司都有几千亿，你去看看中证 500 真正流通的市值有多少？控制住几个大型机构，可以说玩于鼓掌之间。为什么原来沪深 300 没有出现这么大的问题，沪深 300 操纵起来难度大一点。

其中一个重大事项是，鼓励大股东和高管增持，可以在信息披露敏感期，还有重大事项敏感期。我觉得中报披露，财富披露豁免这个还可以原谅，重大事项敏感期的豁免怎么可以通过行政发文取消掉？这个法律太不严肃了。因为中报信息披露要求高级管理人一般一个月前不得买卖股票的。

**张伟：**当时跌得一塌糊涂，所以没有考虑那么仔细。

**刘焜松：**其他的包括大股东增持等等。

**张伟：**那天因为很着急，星期二开会，这个东西都是领导签字的。然后执行吧。

**刘焜松：**当时太急了。其他的一些措施，包括为市场注入流动性，包括一些强平的盘清出来，还有大股东刚刚减持完要求他们增持。你刚刚减持 6 个月之内不能增持，但是找了一个办法，通过资产管理办法，这个可以理解。新股暂缓跟暂停还稍微有点不一样，这也是可以理解的。救市肯定要

---

救，略微有一点点小瑕疵，其他都还可以，应该要救。

**刘海影：**救市本身而言，从战略和战术都犯了很多错误。我也测算过，救市每晚成功一天所需要的资金量至少翻倍。从战术而言，他们在前一周只是一些口头的，这是由于上面没有下决心，失败情有可原。经过一周之后，到上一周一还输，那一天至少五六千亿才能撑得住。公安部也出面了，这个不准，那个不准，都是违反法律法规的手段，其实在整个市场建设方面损失是非常大的。

**张伟：**严重损失。实际上周三最后调集了那么多钱，周四打回来，已经不要派公安出来，即使派也不要大张旗鼓。

**刘海影：**中国就是瞎弄。

**张伟：**实际上端午节就应该有表态。

**刘焜松：**其实星期一星期二应该休市两天，那个时候资金都来不及到位。

**张伟：**不叫休市，对跌停三天临时性停牌一周，当时有过一个建议。结果人家自己救自己，马上自己宣布停牌。

**刘海影：**证监会是一个管批文的官僚机构，你要它一夜之间变成操盘高手也要求比较高。如果说是一个操盘高手来做，也可以一夜做得起来。你平时没有这个筹备，没有这个人才，没有这个机制，没有这个预案，结果打败仗，这个代价真的是蛮大的。战术上有很多失分。

战略上，我觉得这么多的行政干预和非法手段之后，未来就变成有很多的不确定性和问号。未来我们政府在股市里面扮演什么角色，你是作为一个大庄家进去，还是怎么样？刚才刘总讲的平准基金，这个事本身有很多争议的地方，现在有信息说他们拿到银行2万亿授信，我相信上万亿是有的。证金公司本身的资本运营多少？

**刘焜松:** 1 千亿。

**刘海影:** 授信 8 千亿来做股票，这个怎么说呢。而且国外平准基金都有走程序，它的资金来源，资金安全都有很多规范的。放给公募基金来做盘是一个方法，但这个方法背后的利益冲突大家想过吗？

**张伟:** 这次 2 千亿分了 5 个公司，大家就有很多说法，你的标准在哪里？

**沈明:** 主要是基金公司遇到大量赎回。基金公司的资本金，华夏就 2 个亿，注册资本金不需要很大，因为资产不是它的。我们的钱都是人家受托给我们的。

**张伟:** 那天停牌 1400 家，没有资金了。

**沈明:** 当天赎回 300 多亿，自有资金没有办法应付赎回偿还。

**张伟:** 除了跌停之外都停牌了，没有办法弄。

**沈明:** 要把自己的钱垫给人家，如果出现投资者赎回，基金钱都拿不回来，那不得了，那股市还要跌。

**张伟:** 所以连夜拨了 2 千亿。

**沈明:** 没有哪家基金公司拿这个钱买股票的，不敢。

**刘海影:** 它实际上也买股票。

**沈明:** 政府在买单。政府这么做是对的，要给流动性。

**刘海影:** 你要救市肯定要买股票，这个毫无疑问。后来很多非常规手段也是不需要用的。

**刘焜松:** 当时出来一个救市建议，到处都在传。

**刘海影:** 这个圈子里很多人提过很多意见，都是民间意见，上不了桌子的。

**沈明:** 我觉得监管机构要反思。中国资本市场上发生过两次重大危机，一个是国债期货，一个是这次融资融券，当

然我们融券还少一点，融资多一点。大家还要反思一下国债期货出台，实际上也是匆匆忙忙，在机制不完备情况下推出来的。融资融券，他们前期做了大量的研究，但在制度管理上我认为不是十分完备。所以，这两个危机我们把它串起来看，国债期货和现在融资融券出现的问题，实际上都有这两个问题，在风险防范制度上不是很完备才出现这样的问题。还有国内的特点和外面不太一样，有的时候要做一些个性化处理。我们这边赌博心理比较强，银行也在里面推波助澜，我是很有感受的，因为实业贷款贷不出去。

**王世豪：**没法借。

**沈明：**好企业很少，所以只能配置做稳定的收益，反正它是优先级，我也做了不少。

**王世豪：**我觉得中央下救市这个决心是非常及时，也是非常必要的，实际上已经蛮危险的，我觉得蛮危险的。李克强回来，周一布置完了，实际上市场上没有见效，尤其是中证公司没有现金，没有这么快调过来，谁家有几千亿放在帐面上，没有的。

**张伟：**给了5大基金公司每张支票是400亿，支票上没有百亿级的事情，在银行为这件事情搞掉3个小时，这边急得不行，这个钱必须到帐，这个没有办法填，都落不了帐。银行说几百亿怎么出去？

**王世豪：**这样一来周二就波及到了我们，它要拿钱，已经乱了，大家慌了。主体是银行，钱实际上都在银行。大家一看这个形势不对，大家都要拿钱，那么价格就上升，同时不放了，因为知道不行了。有一个心理预期，将来钱要紧了，钱多的人都想到市场上拿，不愿意放出去。这个信息飞快传，因为全球信息通，周三传到国际市场，国际市场大规

模抛中国资产。国外市场上买中国股票产品的全都抛，中国的电信在抛，在抛人民币，在抛中国的期货，凡是人民币的资产全都抛。所以周三晚上紧急行动，周三晚上再开会。情况非常严重，如果这次不救的话，真的是严重的危机，这个真的是要倒了。所以周四所有的中央部委全部出动了，像汶川大地震一样全部出动了，这次是真正动员中央政府全体人民全都出来了，包括公安部。公安部还要查，还要约谈，你还敢干，再不行把你抓进去。我觉得动用司法还是可以的，因为危及到政权了，这个倒下来是不得了的事情。

**刘焜松：**现在应该是不幸当中的万幸，如果到 8000 点，那这一次估计就救不回来了。

**王世豪：**这个救市还是比较及时，前面打掉都是社会配资公司，接下来就是银行，银行的钱已经到了。如果不出手不得了，这个是要雪崩了。

**刘焜松：**股票真的没有底的。所有它的融资的钱都还不出来，都坏掉了。

**沈明：**比如在 5000 点、4700 点爆掉了，那这个股票就交给银行。银行拿了个股票一看，这个股票在主板上面停牌，以什么价格评估它呢？我们在市场里面参与，我们是很清楚的。现在上海大大小小的银行，尤其是商业银行，拿了一大把股票他们说怎么弄。4000 点往 5000 点时，发了不得了的定增，爆掉了，没超过证监会规定，但是爆掉了。比如说沈明爆了，你总不能说，对不起刘老师，我把九龙山股票给你点，你要不要？

**王世豪：**资本市场已经威胁到货币市场跟国际市场，我觉得救市确实非常必要，也是非常及时的。只是我觉得它出手的决心晚了一点，还有出手的时机晚了一点，晚了很多。

---

**张伟:** 晚了一个星期。

**王世豪:** 实际上肖钢那天来上海陆家嘴居然一句话没说，我盼着他多少讲一句。你讲理论可以的，你讲一句呀。前面证监会发言人不痛不痒说自然调整，人家就等你这个消息，人民日报又闷声了。

**张伟:** 自己股票都没了，没法说了。

**王世豪:** 这个出台时机非常重要，如果那天周五发言人不是说不痛不痒的话，而是坚定信心讲一下，肖钢再讲一下，但他一句话没有讲。

**刘焜松:** 期货里面有一个机制就是强平机制，你必须做多，用你亏损的钱平掉，危机就化掉。

**王世豪:** 肖钢也没有办法，手上能指挥的就是证券公司，搞出来 1200 亿。这个时候只有真金白银拿出来，基金公司是 52 家，27 亿搞什么，这个说都不要说，27 亿一点浪花都没有的。当然他也表了态，他只有这些东西。最后救市成功也是中央所有的部门，应该说在金融方面搞了一次大的，为化解大危机演习一下，这个发生在国内还算好的。

**张伟:** 星期三最后机制上面中信期货打出 3 万 5 千手就决定第二天肯定弹回来了。在星期三下午大势已定了，在跌停板最后一瞬间 3 万 5 千手打上来，决定第二天一定弹回来。可能做空的人到这一天全部翻多了。

**刘海影:** 我们从技术分析角度，觉得不救也差不多 3000 多点。

**刘焜松:** 这个话完全不对，股市真正没底的，股市跌起来真的没底的。

**王世豪:** 如果不救的话可能很惨的，最好的结果是 2000 点，去年 7 月 22 号是 2000 多点。日本是 1985 年起步，4



年翻了5倍，到3万9，最后1989年12月份爆掉，回到8000点打住，都是回到原点。台湾股市2000点起步，上升12000点，6年翻了6倍，最后回来回到2000点打住。上一次中国999点起步，到6124。2007年10月16号爆掉下来，虽然比较慢一点，应该是回到1000点，回到原点。汇金看不下去了，出手顶住了，所以1664点才能打住。按国际上股票历史，每一次都是这样，我想也是回到原点。但是这一次这么多人输掉，5178点下来减少20万亿，帐面上有股票的人是5千多万，平均一个人损失40万。

**刘焜松：**这个赚也是虚的，跌回去也是虚的，不能这样算。

**王世豪：**背后消灭了一大批改革激进派。炒股票的人都是很激进的人，很有改革的想法，这些都是创新创业的先锋。

**张伟：**实际上在股市里有一批比较勇敢的分子，基本上这次把敢死队给灭了，我看了很多全灭了。

**王世豪：**他们对政府的做法很受伤，十几年他们积累的财富都没有了，输得很厉害。证券公司知道你有钱才来拉，因为它也是放贷款，想赚我们银行的钱，8点几要放得出去，你有钱的话再配给你，消灭的都是有钱的人。

**张伟：**这次消灭得挺厉害的。强平仓的连翻盘的机会都没有。

**刘焜松：**最大的损失者是中产阶级。

**乔依德：**有一个朋友开始创业弄了五六千万，做杠杆最高的时候有1.8个亿，现在翻下来全部没有了。以前五六千万也全部没有了。

**王世豪：**政府方面，我觉得周小川在全国人代会记者会



上他讲的这段话相当大的影响。

**乔依德:**他说资金进入股市也是支持实体经济。

**王世豪:**银行信贷资金绝对不可以进去，因为银行是公众存款，这个风险比较大，怎么可以进去呢？他这么一讲，全都进去了。第二是监管方面，配资公司做金融业务，既没有牌照，政府又不管，这也是很重要的一条。这也是跟着大潮流来，现在如果金融业有什么大的变化，监管极大放松，P2P现在没有人管，骗掉多少钱，几百家几百家倒闭。

**张伟:**配资公司这次担负重要角色。

**刘焜松:**民间配置 1.5 万亿左右。

**王世豪:**这是个说不清的数字。

**乔依德:**现在第三个问题，这次股灾对实体经济有什么影响，还有金融改革是不是要放缓，特别是资本帐户开放，你们觉得基本上是运行还是放缓？

**王世豪:**证监会研究这么长时间，为什么警戒性没有，融资警戒性也没有，比例和市值百分比没有，这个我觉得是重大失误。这么基本的东西都不知道，我觉得水平还不行，不要看高层到处做报告，最基本的东西没有。

还有一个，现在监管正好是大放松的时候，这个有两面性。要创新，但是创新和监管风险的关系问题没有处理好。李克强也是大规模把权力放掉，取消审批，现在大众创业、万众创新，最后大家都做了，也没人管了。包括配资公司，实际上它是金融机构。专门放款的金融机构也没人管，这么多 P2P，这么多众筹公司也没有人管。第三方支付倒是在管，200 多张牌照还发出来，至少还管了一管，其他都没人管。众筹应该是证监会管，P2P 应该是银监会管，到现在也没有管起来，这个就是教训。这次股指期货、两融也是创



新，风险大得很。连续讲上海金融中心，都看到好的一面，没有想到风险大得不得了。很少有人讲，讲这种话的人才是真正懂金融的。金融中心的风险是很大的。

**乔依德：**你觉得现在应该怎么样？

**王世豪：**资本项目开放，不是说缓一缓，要研究得深一点，从这个教训里研究还不深。

**张伟：**资本项目，一年里不要讨论。时机不对就不应该做。

**王世豪：**人民币肯定要贬值。

**张伟：**股票现在挤出来，你到哪里去？现在换点美金，现金都拿不到。下一个就是保卫汇率，这是真的跟国际资本对抗。

**刘焜松：**保不住的，要贬。

**刘海影：**但是不会一次性贬值。

**张伟：**朱镕基就是一次性贬下去。

**王世豪：**当时执行者是朱镕基，上头拍的板。

**张伟：**没有这样的魄力，一把贬下去做战略性调整。

**王世豪：**后来有了 10 年的出口拉动，现在这个过去了。

**刘焜松：**我觉得对金融类公司无论如何要加强监管。我搞不懂为什么现在不对互联网金融进行监管，又不发牌照，就看着他们把那个钱，一会儿一个互联网 P2P 跑掉了，一会儿又倒闭了，没人去管，这么多的骗子。

还有，原来中国经济取得这么好的成绩，事实上是在金融严格监管的情况下获得的，为什么现在总说要放松监管，为什么金融方面要放松监管？我觉得金融方面真的不能放松监管，其他方面可以放，就是这个金融不能放，这个真的是核心，牵一发而动全身。我觉得万众创新、大众创业，这

个提法肯定是对的，但是金融方面我觉得还是要加强监管。

这牵扯到对整个中国宏观经济的判断，我现在还是认为，中国宏观经济正在进入一个风险释放期，在这个时候使人民币自由兑换，但是我们要走得慢一点。房地产不行，出口竞争优势逐步丧失，股票这次一弄，也是一个烫手山芋。刚才沈总讲得非常对，内行才知道这个事情，定量增发里埋的地雷大着呢。如果高位再维持半年一年，还不知道定量增发规模有多大，现在我估计总量还可以控制，基本上一二千亿的规模，还算好的。现在股价一半没有了，怎么弄？明年上去当然好，但一上去泡沫又上去了，这个东西怎么弄？在这样一种构成当中，人民币自由兑换和国际化，我上次在会议上讲到，人民币的国际地位是由这个国家的综合国力内生的，根本没有必要去主动推动，也不是你能主动推动得了的。国家经济实力上来，军事实力上来了，科技创新能力上来了，不国际化也得国际化。这个东西人为去推动它干吗？美元历史地位的形成，英镑地位的形成，难道是主动推动的？都是它的综合国力自然而然到了，人家就用你的货币了。我们有点人为的成分在这里面，这样不好，风险太大。

**张伟：**对香港离岸市场的规模，现在有两种说法，有说1万亿，有说2万亿。有人说在海外人民币有3万亿。这样就有子弹打你，做空起来有东西好做。最早是谁想出来做这个香港离岸市场，说是就500亿没有什么稀奇，现在几万亿了。

**乔依德：**现在大概是2万亿。

**刘焜松：**我非常反对一个具体的股市政策，我觉得要迅速停下来，就是定增并购。为什么股民这么疯狂，不是小老百姓投机，基金经理比谁都投机，都是私募炒上去的。核心

就出在制度因素上面，就是定增并购。突然之间停牌要干吗？我要定增做互联网。那个很烂的公司突然之间定增了，两个亿的盘子定增三个亿，完全变成一个跟原来不一样的公司了，那它的机会就大了，是一个暴利机会，不是一个内涵式的增长机会。上海汽车为什么它的股价不涨？因为人家获得的是一个爆发性的机会，你只能获得一个一般性的机会，人家肯定不选你，肯定选人家。那个东西又不能分析，就靠内幕信息。所以说，你这种选股是没有用的，你必须要用另一种方法去选，我又没有内幕消息怎么办，就瞎投机，看到涨就投。他认为有内幕消息，有好消息会出来，就把整个市场的理念搞乱掉了。

**张伟：**这个可以通过加强监管的透明度，但是你不能说并购不对。

**刘焯松：**尤其是跨行业的并购。重大资产重组是需要通过重组委员会的，借壳监管更严，最松的就是定增并购。先定增，然后并入一个资产，现在一点监管没有。原来做杯子的，可以并购一个不知道是什么的跨行业的东西，你不知道，你不是内幕人士，你不知道他要干这个事情。

**张伟：**对这些上市公司本身来说，也只有通过这个方法。

**刘焯松：**这个是不对的。

**张伟：**有一些好的东西，确实只有通过这个方法才能够进去。

**刘焯松：**股市存在题材炒股的源头就在这里，只要这个东西存在就永远都会这样。

**张伟：**中国股市上有很多乱七八糟的股，很多好的公司又上不去，只有这一条路。

---

**刘焜松：**那是借壳。

**张伟：**不是借壳。现在定增并购审批非常容易，刚刚搞完定向增发，3个月又定向增发了。这次还有一个公司蓝思科技，刚刚IPO，12个月都没到，停牌也要定增了。

**乔依德：**这个证监会要批的。

**刘焜松：**定增至少要大大提高它的门槛，一定要提高它的门槛。另外定增的金额跟原来的净资产要有一个关系。

**张伟：**最近等于全停下来了。

**刘焜松：**原来在主营业务上的定增，我觉得可以。

**乔依德：**这应该是中介机构来评估的。

**刘海影：**市场运作的方式。

**张伟：**前面做的并购整个就是乱七八糟的东西，这当中还是有好的坏的。

**刘焜松：**如果没有一个主导型的投资理念，这个市场将来怎么估值？

**沈明：**事实上定增最大的出发点，是上市公司董事会要激励自己的股东们，这个成份大概占到三分之二。也不要怨言一下子出来这个东西，因为上市公司的年薪是透明的，奖金没有办法兑现，就给他做一个定增，让他参与在里面，使他在国有企业里持有股份更多，所以定增三分之二都是激励。

**乔依德：**你们提一些建议。现在也有一个说法，我们机构也散户化了。

**刘焜松：**就是刚才讲的。

**乔依德：**我有一个想法，我们的税收制度有问题。刘焜松你同意不同意，现在包括股民都不希望你分红，希望你股票涨，通过股票涨叫资本利益的预期。我觉得这跟我们的税

收政策有关系，因为红利马上给你扣掉 20%。

**刘焜松：**我赞成。资本利得税，根据他持有股票时间的长短来计算税率，时间越短，税率越高，美国都是这样实行的。亏了昵，拿美国来说，报税的时候当年可以把它扣掉。我们没有综合报税也没有关系，给你三五年的时间，今年你是亏的，给你这个存三五年，等你以后赚了可以抵扣。为什么换手率那么高，我觉得跟税收有关系。我反对证监会强制分红，一定要公司分红，这个不对。公司应根据自己判断，这个公司有自主权。

**乔依德：**股民不愿意的。

**刘海影：**我觉得我们政府的税收已经更高了。

**刘焜松：**一个人赚 100 个亿不用交税，赚 3600 块钱要交税，世界上没有第二个如此不合理的国家。

**乔依德：**现在股权转让要交利得税。

**刘焜松：**应该收，但是谁敢呢？习都不敢，不要说其他人。

**乔依德：**我觉得房地产税倒是要小心。

**刘焜松：**这次大牛市发动之前应该出台这个政策，收资本利得税。现在 3800 谁敢提这个东西？2000 点跌到 1500 就无所谓了。

**乔依德：**美国讨论利得税也讨论很长时间。通过股票价格来盈利，这就是培养市场的赌性，一听到股票上去了，大家去猜后面有内幕消息，然后跟上去，这不是赌场嘛。

**刘焜松：**所以我说，定增并购要停掉。美邦服饰定增互联网 O2O，定增 90 个亿，幸亏没有搞成。

**刘海影：**我是从哲学意义上讲的，你给政府提征税意见要谨慎，因为你提减税意见他不会采纳，增税意见他会

采纳。

**乔依德：**你们刚才讲改革改革，没有真正改。我从国外回来已经十几年，刚回来就听税制要改革，讲了 20 年了，你们查查看真的有 20 年了，没有改过。大家知道综合报税比较公平，家里有老人小孩的抚养都可以弄上去。以前说考虑到分类比较容易征税，综合报比较难征。

**王世豪：**现在都是单位帮你收，税收成本极低。

**刘焜松：**当初建立这个市场的时候，1990 年的时候把这个明确下来就好了。现在确实难弄。最后反对你的人不是资本大鳄，而是小股民反对你，我亏到今天你都不收税，我稍微赚一点你现在来收税？哪怕你收他一块钱他也骂你。

**王世豪：**关键还是股市里赚的人少，大部分还是亏的。

**刘海影：**就算现在涨到 3000 多点，算总帐还是亏的。

**沈明：**2000 点到 4000 多点，有些基金经理也是亏的，做反的也有。

**刘焜松：**今年上半年印花税 1238 亿，券商也是差不多，2500 亿没有了，一般人赚钱是很难的。

**王世豪：**上半年 1400 亿，第一台抽水机印花税 1400，券商 1400，还有 IPO 和配增 6100 亿。

**刘焜松：**2 万多亿融资成本。

**王世豪：**再加上管理层抛售，大股东减持，5 千亿。加起来咱们算平均，全年算是 2.5 万亿，我再去掉一点，2 万亿，它付的利息如果算 10%，2 千亿。实际上股民对这个游戏规则都不大清楚的，你做都没有做，1.6 万亿已经给人家拿走了。全体 5 千万股民什么事情都没有做，1.6 万亿已经没有了。现在互相抢别人口袋的钱，，没有人从宏观分析把这个道理讲出来。



**乔依德:** 我们今天的座谈就到此结束。谢谢大家。

(以上内容根据录音整理, 未经本人审阅)

## 汇改的起因和影响

### 系列座谈会 2015 年第 9 期

上海发展研究基金会 2015 年 8 月 17 日

**乔依德**（上海发展研究基金会副会长兼秘书长）：首先，我很感谢大家，在这样的大热天过来参加这个座谈会。无论是高层，或者是普通人，都比较关心汇改这件事。以前你们也来过我们这个小范围的系列座谈会。它的主要目的有几个方面。一是大家平时都很忙，有的忙着教学，有的忙着做研究。利用这个机会，大家可以与方方面面沟通一下，也可以说是对对表，交流各自的想法。另一个是座谈会结束后，我们一般会做一个整理，可能也会给有关部门做一个参考。至于他们接受不接受，那就是另外一回事了。但是，我们也算是比较独立的一个公益性机构，及时整理和总结座谈会的内容有它的好处。前不久，我们基金会的胡延照会长，也就是以前的上海市副市长，很支持我们开会，他说，关键并不在于领导有一个批示，而是他们看了这些整理完的实录后，有时候会触发某一个想法，或者灵光一现，这样就达到了。客观地讲，大家忙的事很多，我们从不同的角度讲一些想法，也可以供他们参考。

这次我们座谈会的话题，在我发给大家的资料中已经讲到了，特别是结合 8 月 11 日央行发布的对汇改的声明。以前，中间价格可能由政府主导，现在由做市商根据前一日闭市价格来定。大家可以说一下，这样做的原因是什么？另外，这个做法对整个实体经济有什么影响？对金融改革有



什么影响？尤其是这两天，全球股市都跌了很多。我看了今天的很多评论，有人说这是由于美联署打算加息造成的，但是美联储加息这件事也说了很长时间了。那是不是因为中国股市下跌？关于这次股改后的效果，也有很多表示担心的说法，对资金外流会不会有影响？对实体经济会怎么样？

大家先聊一下。韦森先说说看吧。你在6月30日的论坛上讲的比较明确，就是要降准降息，贬值减税。你对现在这个事情怎么看，下一步应该怎么做？

**韦森**（复旦大学经济思想与经济史研究所所长）：我一直在关注中国宏观经济，也一直给企业家和政府干部讲课，从中得到一些消息。3月5日，李克强总理说了两句话：一是货币一定要控制；二是不打货币战。当时，我就不太同意这个看法。6月份在给北京大学做的讲座上，我就讲了这两点都是不对的。在目前状况下，大家不用担心通货膨胀。我一直坚持我的观点，中国通货紧缩已经连续36、37个月了，已经是负的了，在这种情况下CPI不高，我说应该打货币。这一点喊了两年了，包括去年在北京的会议上，我也讲了，应该打货币，他们也同意我的判断。去年12月第一次降准，今年又降了几次。

上周我看到股市连续跌了一周，想着央行应该会有点动作，结果它没有动作。在7月7-8日的时候，股市连续下来，有人打电话给我说，教授你得想想办法啊。我当时就跟他说，你看，美联储三次量化宽松是非常有意思的，看起来好像和股市没有关系，但是美国股市的波动就是因为量化宽松。在这种情况下，政府通过中金公司救市，是个很蠢的办法。你拿出5千亿，甚至1万亿的钱，你买下去大家都跑，你不能说是央行发货币，你跑我就买，这是不太可能的。当

---

时我提出一个办法：大胆降准。这时候降准不是像以前发货币，我指的是降准1个点或1.5个点，放出1-2万亿，股市马上就可以救回来。结果，到了星期一开盘的时候，没有采取这个办法，而是通过公安部、证监会的监管，不准你卖空，最后拉到4千多点，大家好像就忘了这个事。现在的形势，我觉得央行还是应该在货币政策上有点表示。在很大程度上，中国的股市受中国人喜欢赌的性格的影响。所以，我当时就说，一定要有货币的政策。但是央行降准又很乱，到底做什么现在搞不清楚，谁在做也搞不清楚。

第二点，很多企业家开设论坛，我在苏州给企业家做了一个论坛。出口商一直叫，现在根本不赚钱，关了一片，不生产了。这种情况下，人民币应该大胆地贬值。这几年日元贬值了40%，美元在升值，欧元贬值了20%，澳元、新加坡元、加拿大都贬值了20%。你有2.3万亿美元的出口，占总额的15%，我说救企业是最重要的。我在北大座讲座上谈过这个观点，在这之前，我讲贬值也不是一天两天了。中国的出口这么不好，为什么不打货币战？这个政策是不对的，全世界都在贬值，就美元在升值，人民币也升了不少。我通过几个渠道一直讲，这次应该是大胆贬值，没想到最后人民币还真贬值了。

我的一个判断是，总的来说是好事，目的就是要救中国的企业，现在实体部门这么差。金融体制改革是好的，不干预人民币汇率，由市场决定这是好事。我说什么都是次要的，救企业是主要的，要降低企业的融资成本、贬值人民币、降低税收。总之，把中国企业的成本降下来，救中国的企业比什么都重要。

**乔依德：**从你的思路来说，如果主要是为了救企业，扩

大出口，你觉得现在贬值的幅度够不够？是否还需要进一步贬值？

**韦森**：昨天又贬到 6.5，可能是贬一下，到此为止，也有可能还会继续贬值。但我觉得，还有继续贬值的空间，实体部门比我们想象的差得多。江西、福建，我去了两次，实体部门现在的情况非常不好。

**张春**（上海交通大学上海高级金融学院执行院长）：我先讲讲货币政策。现在的准备金率还是很高的，如今正好是全球都恐慌的时候，准备金率应该降下来。外汇这块总的数字在下降。以前是外汇太多，又不愿意升利率，就用准备金的方式，把这个拉回来，因此每年有很多外币进来。现在，外汇减少，储蓄又多，所以现在应该倒过来。

至于货币政策和股市的关系，我的观点不完全和你一样。我不觉得人民币贬值就一定救得了股市。我觉得股市跌的原因还是涨得太快，跌到现在就是年初的水平。以前的两千点可能太低，在实体经济没有实质改善的情况下，我估计到三千点这已经很好了，涨了 50%，要涨到四千点非常难，我觉得三千到三千五是合理的。只要当时不涨这么多，现在就会好很多了。现在是矫枉过正，强制平仓是一个恶性循环，以至于现在也不知道怎么办好。这是一个教训，政府不应该去鼓动这个股市。人民日报，新华社写的那些文章，他们都是有责任，现在老百姓都可以告他，说好涨到四千点，现在下来了，你要赔我们。就这点来说，中国的老百姓还不是很成熟。股市一开始就搞错了。当然，现在降准也是一个好事。但是我仍然觉得很难救股市，股市可能还要往下跌一点，反正已经这样了，让大家有一个教训也好。中国老百姓不成熟，也需要有这个教训，让大家记得住。我基本同

---

意你关于货币政策的观点。

汇率方面，我觉得要看背景，到底是为什么？央行原来是不愿贬值的，但是他们一直想推市场化。我还是十年前的观点，人民币市场化程度不高。当时人民币就是一点点上升，中国过去所谓的人民币“外升内贬”的原因，其实很简单，就是当时应该一次到位的没有到位。汇率不到位，国内的物价就要上来，最终还是要到位的，经过十年到位了，说不定还超过一点。现在人民币有贬值的压力，一是中国经济不是那么好，而美国经济上来了，还有国外好几个货币都贬值了很多，人民币基本上只盯着美元。还有一个因素，就是中国资本账户开始出现逆差了。这有各种原因，有企业走出去，也有个人有钱了需要分散风险，这很正常。国外老百姓的资产有百分之十几是海外资产，中国也要放了。

央行原来想做市场化，十年前市场化做不了。人民币升值那么快，大家一下子承受不了。之前央行不愿意升值那么快，现在也已经差不多到位了。央行一直说要走市场化，这次搞汇改，一方面是由于国内有很多的压力，市场的确有贬值的压力，央行也觉得正好，我本来也要搞市场化，就这样做了。所以我觉得这还是对的，西方也会觉得这是对的，即使短期是贬值，就让市场决定吧。前一段贬值太多了，央行又担心了，贬值很多对中国也不见得很好。有一些出口如果是利润很薄的出口，我不赞成去救它，它不见得可以长期持续发展下去。人民币贬得很多，中国就要转到自主消费型。国内的第三产业这方面，其实和汇的关系不是很大。但也有一定的关系，就是消费的关系，进口的东西便宜，反而对它的消费会更多，包括原油，包括很多原材料，所以我不赞成贬得太多，那对要促进消费也不见得有利。出口这块

当然会有好处，但有些出口是不一定要救的。有些企业环保也不好，只有很薄的利润，这些该淘汰的就应该淘汰掉。

市场有贬值压力，可以适当贬一点。至于贬多少，我也不觉得一定会贬很多。从目前的情况来看，我觉得 10-15% 就差不多了。当然，这可能带来别的危机，但那是另外一回事。贬值对我们有些出口能减轻一点压力，也是很正常的。因为日元和欧元也贬值了 20%，人民币贬 10% 左右也差不多。

我觉得这件事做得很好，其实给美联储也出了一个难题。我们走在它前面了。如果它升息以后我们再贬，那就贬得更多了。因为美联储升息以后，我们会被它拉上去了，现在我们把它拉下来，他倒犹豫了。而且现在全球股市这样，它是不是马上会升息，我们不得而知。我觉得这件事是做得对的，这样就更市场化了，央行要一直这样做。人民币贬值一点是好事，的确在过去十几年里，升值升得有点太多了。最近几年其他货币在贬值，中国是负责任的大国，靠汇率去竞争不好，要能适应市场。国内资本账户开放，有资金要出去，一带一路包括企业到外面投资，自然会有贬值的压力。我们贬一点是很正常的，美国人也不会说太多的话。

**乔依德：**我顺便问一下，这样贬值会不会引起进一步贬值的预期，或者造成大量资本外流，主要是担心这个。从现在海外的情况和国内的情况来说，人们对今后的看法有一些分歧，因为海外市场的价格差距在加大，当然现在央行可能觉得这个是短期的，可能反应过度，以后会缩小。你怎么看？

**张春：**这是信号。央行贬值有各种各样的解释，我刚才是一种解释，我觉得和现实比较接近。有一部分中国老百姓

---

不懂，一直说下一步美元升值，人民币就糟了惨了，所以有很多恐慌。央行这样做，包括国外也不懂，也认为中国撑不住了。我不觉得是这样的。上星期我在旧金山和美联储合作研究这个。他们对中国是了解的，中国外汇储备这么多，中国经济增长也没有那么差，没有7%，至少6%是有的，比日本好多了，比欧洲好，比美国也好，美国也就3点几。我知道中国是有问题，最近几年出口不好，但是我的感觉是，中国其实是朝着消费这个方面转了。你看，最近几年第三产业的确有很大的发展。所以，美联储那些人都不觉得中国会有什么大的问题。但是在短期内，有些不懂的人会这么看。

我觉得央行也不要太担心，现在贬5%，最多贬10%也没有什么。短期内对中国经济还是有好处的。但是不要贬太多，现在借外债的人很多，如果贬得太多，他们会有麻烦的。十年前，我们是以出口为主，所以大家不愿升值。我觉得贬15%的话，说不定别人会来买中国股市了。当然当领导的很担心短期的情况。

**乔依德：**沈明也来讲讲你的看法，你是实际操作的人。

**沈明**（圆信永丰基金管理有限公司首席市场官）：我和两位老师的观点不一样，他们是从更加宏观的角度来看，我从看到的境外的刊物和境外的报道来讲。我认为这次贬值传出去有四个信号，而且这些信号是弊大于利的。

第一个信号，人民币贬值是中国政府在国际社会上承认自己的经济没有预期的这么好，所以需要贬值来拉动自己的经济增长。资本市场是提前反映这个痛苦的，所以美国纳斯达克、纽交所昨天晚上停牌了，指数跌停。也就是说，海外资本市场对中国的经济有了一致预期以后，从人民币价格就反映出来的，认为中国经济可能4季度比3季度还要差。

在这点下面，逻辑关系出来，这对我们经济不好，实际上外汇资本出逃了。现在经济学家预计，中国和亚太地区有 1.5 万亿的外逃，就造成了东南亚周边国家都对金融市场的稳定和资本留住的问题产生恐慌。情况不像老外想的这么坏，资本市场提前反映了这种看法。倒过来就牵制了中国的改革和发展的进程。举例讲，股市跌了 7 点几，破三千点了，如果再来一次，到 2800 点左右，很有可能使得银行的坏账率和地方债的一些问题都显现出来。因为经济往上走的时候，所有的银行坏债都可以剥离，都可以继续发；但如果资本市场往下走，这些事就都不能做了，无疑对政府的改革开放带来一点困难，至少是短时间的困难。

第二个信号，就是我刚才讲的，东南亚的一些国家会产生恐慌，因为他们对人民币的汇率是比较敏感的。举个例子，像泰国、缅甸、越南这些经济不发达的国家，他们是盯住中国的，这很可能会引起他们的贬值。越南的出口是东南亚国家较好的，甚至在全世界也是排得上的，越南要保持它的出口优势，吸引外资。这个东西一弄，对中国今后在东南亚拓展市场是不利的。最近经济学家有一篇报道写到，中国出口大量的高铁或者地铁、车子到南美或者欧洲去了，贬值对你暂时是有利的，这些对非洲不发达国家，对经济都会有影响。我的意思就是说，这有可能引起周边国家新一轮的汇率贬值。这个贬值会不会继续贬，还是不再贬值，这给中国政府出了一个难题。这对美联储来说无所谓，无非是加息高低，加息是肯定的，加几点而已。但如果对周边国家贬值，中国该扮演什么角色，这给政府提出一个挑战。

第三个信号，我们的外贸出口已经没有什么竞争优势了。所谓的竞争优势，像义乌的打火机、袜子、拖鞋已经

---



生产过剩了，圣诞树、蜡烛也已经生产过剩了，也不存在竞争优势了。而我们真正有出口竞争力的，比如高铁、核电这些东西，恰恰是技术密集型的。当然资本依赖的也有，都是国家定的项目，对汇率的敏感度相对来说不是很高。这样调一下是好是坏我们不知道，这里面是非常复杂的过程，但从资本市场的角度看是不利的。像刚才这位老师讲的，我们不仅仅是用增加出口，我们很多企业在海外举债，这就不是很好。所以我认为在资本市场里，股市是很小的东西，但股市是中国经济的晴雨表。今天这样一跌，明天很有可能上市公司的股东质押的股权全部要抛出来，要抛出百分之多少点，而一开盘就又跌，这是很可怕的。我就讲这些。可能我在理论研究上不是很懂，但是我们一直在看数据，外贸出口确实是负的，我们也看到电力消耗也出现了负的，尤其是工业用电。这说明我们内需也不足，不是出口不足，还是内需不足。

**张春：**现在有人质疑 7% 到底有没有？你看，从制造业这里，包括李克强的报告，我们现在也在看。是不是因为都是向第三产业转移？因为第三产业用电不会那么多，包括运输这些，可以肯定这两年是在向这个方面转型，但是有没有弥补到这个程度才是关键。如果没有弥补到，有人说是作假了。

**沈明：**最近的经济学杂志预期中国经济是 5 到 6.2 之间。因为股市往下也会把 GDP 拉下，包括银行的利润减少会导致坏账率的上升。当然，股市占比不是很大，但也会往下拉的。财富效应没有了，消费也就不存在了。还有一个自身的问题，股权质押搞得最厉害的是房地产开发企业，我觉得两位教授要特别留意这一点。



**张春:** 我认为这是最关键的，救市为什么要救？从经济学及金融监管的道理来说，有系统性的风险和外围的风险。美国纳斯达克在 2000 年的时候崩盘，五千点下来，到现在还没有回过去，政府根本就没有救，只是让它掉下来，最后也没有产生什么大的影响。质押这个东西我们没有数据。几个月以前我也问了，他们说质押这块有可能存在问题。从年初到现在，年初是三千点，后来涨到四千点左右，质押是什么时候质押，是过来就马上质押，还是去年的贷款，那个时候质押价钱还很低，究竟有多少风险，没有人能讲得清楚。我问了几个银行行长，他们也不排除有一些质押，在很高的时候拿去质押，这是银行质押。当然，后面利用融资去质押，这肯定是高的，这个也已经爆掉了，这里面和银行有多大的关系，会不会影响银行资产的质量？至少第一轮爆下来，现在还没有看到，很多人财富都没有了，无非就是那些中产阶级被拉掉一块，但是没有系统风险。如果政府一定要救的话，其实有很多的副作用，我不是很赞成。因为每一次总会有人叫，都希望政府去救。所以这个是很难的，西方的政府都很难做到，更不要说中国了。从我们经济学家的角度来说，一定要看这个影响究竟有多大，上涨也就一两个月上来的，现在又跌回以前几个月的水平，有多少坏账产生，这需要我们研究一下。

**沈明:** 你可能不太了解证券和银行之间的关系。上市公司主要利用股权质押，它通过股权质押拿到授信以后，是进行企业的扩大再生产。但是现在拿到股权质押以后，银行把你的授信冻结了，同时要抛掉一部分质押股票。

**张春:** 你没有听懂我的意思，股市上去两三个月的时候，企业有那么快就把升上去的股票去质押、去贷款做实体

---

经济？

**沈明：**这个有很多。

**张春：**这个是炒股票的人多，我不觉得是企业。

**沈明：**1到5月份确实很多。

**张春：**企业一年的融资是有计划的。

**沈明：**但有很多企业是做定向增发的。

**张春：**我知道有，我问过很多上海银行的行长，专门讨论过这个事，他们明确地跟我说，券商叫得太厉害，我们根本就没有这个问题。

**韦森：**它即使有杠杆，也不会有影响。

**张春：**即使下来了，它也是这样。如果继续跌到2500，我觉得这个风险可能越来越大，而且又是全球性的。我又回到4万亿，当时也是这样叫出来的，所以我觉得还是要仔细研究，看一下这对系统性的风险究竟有多大？

**韦森：**我认为央行应该进一步采取宽松的货币政策。如果人民币贬值，比大家的预期贬的幅度更大，他们会想是不是可以买点美元，到加州买房，澳大利亚买房，英国买房，资本在往外走，人民币的外汇储备在减少，有贬值的市场的需求。在这情况下，央行采取宽松的货币政策，给这些几千万股民一个信心，我不是说救市，而是给大家一个信心，不要跑。货币政策，包括外汇政策，究竟对中国的外贸出口有多少作用，我也一直在怀疑。现在，中国面临的是劳动力成本上升，人民币升值，税收太高，融资成本太高，这些都是很清楚的，单独处理一两个都不能解决中国的问题。过去，中国的外贸出口基本上都是传统产业，汇率贬值可能还会有一点作用，虽然作用不大，但我觉得比不贬值会更好。最近这两次广交会的订单都下降得非常厉害，在这种情况

下，我觉得贬值没有多大作用。包括货币政策，即使发了货币，又能促进经济增长多少呢？不能因为货币政策而勒死增长。

**张春：**现在通货膨胀根本就不是威胁。

**乔依德：**你们提到的这几个问题，我想进一步讨论。现在，全球基本上都是这样的情况，货币都发得很多，比如说美国、日本，但是都没有引起通货膨胀。这个现象是暂时的，是由于现在存在通货紧缩，还是由于本身经济结构已经发生了很大的变化，这两者你们觉得是哪一种？美联储一直开会争论这个东西，这个事情对我们国家也有借鉴作用。是不是由于经济结构本身发生变化了，所以那些指标不一定那么有效？还是那些指标是有效的，只不过是现在的经济状况处于一种通货紧缩的状况？

**韦森：**上星期我在北京弄了一个基金会，问这个挑战经济学的问题。我突然发现一个非常有意思的现象，把这个东西放在经济史上来看是非常有趣的。经济学变成一个科学，这时候人类交换的货币形式是基础货币，是黄金不是纸币。出了纸币以后，在马歇尔的时候发生了第二次革命。第一次世界大战以后，经济不涨了，但是英国盯住黄金，凯恩斯是反对这样做的，他提出理论的时候恰恰就是从金属货币向纸币过渡的时候，所以当时的通货膨胀理论乃至现在的经济学所争论的问题大致是处在纸币时代。第一次革命是金属货币时期，亚当斯密提出劳动价值论；第二次革命进入纸币时代，出现了边际效益价值论；到凯恩斯革命也就是第三次革命，出现了宏观经济学。到现在纸币没有了，但是我们的宏观经济学还是讨论纸币时代的印钞票，大家一说就是发钞票，钞票不用发了，凯恩斯提出的货币流动等概念，可能都

---

没有意义了。

**乔依德：**由于经济结构本身的发展，使原来的一些概念一些理论的适应性都打折扣了。

**韦森：**美联储和欧洲发了这么多的货币。2007年我们发37万亿货币，是两位数的通货膨胀；现在发30万亿的货币是通货紧缩，传统的理论根本不能解释这些现象了。

**张春：**我对货币经济学很感兴趣，我们最近和美联储也在做这方面的研究。这牵涉到中国央行下一步的调控模式：到底是实行所谓数量型还是价格型？美国美联储在以前也是数量型的，但是从1980年代以后，根本就不考虑这些东西了，而是盯住价格，金融市场的价格。这是什么原因？美国都没有人真正研究过，因为这个早就过时了。我和美联储的人一起，就是想研究这个。当时美国为什么这样转型，为什么管数量没有用了，要管价格管利率了？中国现在是不是也要转型？在什么条件下转？这是很有意思的问题。但这里面牵涉到经济学里的一些很基础的问题，就是货币经济学最基础的问题，其实都没有很好的理论，也没有很好的解释。今天也不可能讲这个问题，而且不同的国家是不一样的，日本和中国，和美国都不一样，所谓的货币乘数都不一样，而且货币乘数不同的时间段也不一样。美联储现在利率降到零了，它也是用数量，也是资产负债大大扩张，也没有通货膨胀。这不是那么简单的，是很复杂的，货币乘数是由很多因素决定的。如果没有金融市场，光是食物，他这个理论基本可以实行，但现在有了很大一块金融市场，这个理论就不对了。

**乔依德：**我再讲一下，沈明讲的可能比较多的是海外方面，国内一部分人也担心这个。其中有一个事情，包括

GDP 的数字，现在有两个不同的说法。一个是刚才张春讲的，第三产业的比重增加了，对 GDP 的贡献已经超过了第二产业，所以单纯看过去的发电量或者运输量可能会有偏差。我在微信上看到，王健，宏观经济学会秘书长，你可以查一下。他说算过这方面的数据，他认为不能解释，包括考虑第三产业的变化，他认为这个数字是有问题的。

**韦森：** 金融产业可能还好一点。

**张春：** 第三产业，我觉得是互联网，中国的创业大都在这块。

**韦森：** 互联网是放在第三产业。

**张春：** 从广义上讲，新兴产业，不用很多煤炭，不用很多运输，不用大量的发电。我认为这块是有发展起来，至于有没有这么大我不知道。

**沈明：** 电影的票房都是几十个亿。

**张春：** 还有养老的产业发展也非常快，我们的学生有很多人做这个东西。养老地产、养老保险、健康产业，最近一两年发展非常快，但是有关数字还没有整理出来。

**沈明：** 每部电影都要几十个亿，好的电影甚至要上百亿。

**张春：** 那些让老百姓生活快乐的产业，这几年发展都很快。

**沈明：** 这个该怎么统计还不知道。

**乔依德：** 接下来，针对汇市，股市下一步发展，你们有什么建议？或者应该做什么？

**张春：** 股市如果再跌的话，也许会造成系统性风险，银行会有很多的坏账，包括政治上的不稳定等等，国家还是要警惕的，因为这个是连带的。汇改，我觉得这次是对的，

当然可以沟通得更好一点，外面也许有误判，也没有关系。中国经济增长放慢，大家都知道，汇率降一点，真正懂的人是可以理解的，一般的老百姓不能理解，这也就是一个过程的问题。我觉得降低汇率是很好的动作，股市全世界都在崩盘，调到三千点差不多了，但是这样下去肯定会矫枉过正。今天有一些大盘股，大的银行和保险都上来了，说明有力量，我不知道这力量是国家的还是个人的。昨天听说香港有很多人通过港股买进大陆的股票。我希望这些力量会自己发动起来，不要国家搞，国家越搞越乱。

**乔依德：**你看看下面包括股市，包括汇市的发展，政府应该采取哪些措施和政策？

**韦森：**这几年唯一的遗憾就是还没有减税。

**沈明：**减税是很难的。

**张春：**实质就是国家愿不愿意放利的问题，我们要推动它朝这个方向走。

**韦森：**地方政府的负债有 30 多万亿，这是一个方面。另一方面，连续三年政府的财政存款都在 4.5 千亿左右，机关存款包括大学加起来 22 万亿，这一块减一点没有关系。连续三年李克强下命令，提出你钱花不掉，我要处理你。可见是有减税空间的。

**张春：**减税是最难的，也是政府最不愿意做的。货币政策包括汇率政策，这些在国外主要是减少它的波动性，真正的决定趋势是政府的退出。财政要减税，不能靠货币政策维持长期的增长率，也没法做到。货币政策是平滑一下，经济的趋势不是由货币政策决定的，但是减税可以改变趋势。

**乔依德：**那要减哪一方面的税呢？企业所得税还是什么？

**张春:** 中国所得税占的比例很小，减税主要是减增值税。

**韦森:** 你可以降两个点，直接降，这个对企业都好。

**乔依德:** 沈明，你对政策建议方面有什么看法？

**沈明:** 我调研了七八家外资企业，他们觉得这次汇率的调整太突然了。一降以后，他们反映很难判断下一步该怎么做。因为现在的企业到境外签出口合同，可以签以美元计价的，也可以签以人民币计价的。现在出口企业碰到最大的难题是：究竟是以人民币计价好呢，还是以美金计价好呢？所以从深层次来讲，我对政府的一个建议是，汇率的调整是可以的，但是前面要有铺垫，第二政策要有连贯性，不要突然来一个 5% 的调整。

**乔依德:** 汇率调整怎么能提前告诉你呢？

**张春:** 中国的企业要学会怎么样去对冲汇率风险，国外也都是这样做的，中国很多的企业不知道这样做。

**沈明:** 中国的企业是比较幼稚的，原先出口企业的经营主要是来自政府的退税，不是来自于一些市场的手段。现在你突然断奶，很多企业就会觉得不适应。妈妈没有提前给我打招呼，就把我打下来了，我该怎么弄？这个也是有过程的。所以，我调研的七家企业一致要求，今后的趋势会怎么样，他们没有底，至少有一个内部的东西提示给他们。他们不像浙江的中小型出口企业，都是国有出口企业，他们过往都是靠政府的。那些重点企业，除了国家退税，还有地方政府退税。

**乔依德:** 他们也要改变，否则没有办法应对突然的调整。我觉得这里确实有这样一个想法，可能他们以前习惯了，觉得人民币一直在升值，这样的调整他们也就没有办

---



法。仔细一想，不管央行做什么，总会有人不满意的，升值也有不满意的，贬值也有不满意的。如果仔细看易刚他们的讲话，信息还是明确的，今后大致怎样我们还是可以知道的。而且有一点，汇率现在还没有完全实现自由浮动，还是可以干预的，事实上它已经干预了。你贬得多，它就买，把美元买进来，它也没有说不干预市场，只是中间价格的决定更加市场化了。

**沈明：**回到原来的一点，真正的大型出口企业还是以国有资本为主的，而国有资本企业在过去十几年出口拉动型的经济过程中，还是依赖于政府给政策优惠和支持这种老方法。因此，它们面对新的形势就会很难适应。

**乔依德：**以后真的实现浮动汇率，它们该怎么办？

**沈明：**这就需要有一个头脑非常好的人管理这个企业。

**乔依德：**你搞对冲，需要花点钱。可有的人不想花钱，不想这样做，反正赌一把，中国企业就是这样。汇率风险，其实在哪个国家都有这个问题。

**沈明：**他们也懂的，有的领导在会谈的时候，说到中信泰富，它就搞了一下对冲，结果董事长受不了了。

**乔依德：**它没有搞对冲，是投机，所以它亏了这么多。

**张春：**进行对冲的时候，不能因为看错方向，接下来我就把它锁定在另一个方向了。你肯定会有对有错，对冲的时候，假如我们怕它跌，它却涨了，就会有人说当时不应该对冲，这种话是事后诸葛亮，很多企业都有这个教训，中国企业都要过这一轮，都要学这个。国家原来帮你管着，现在你要自己来管理了。讲穿了，由国家来管理不是最好的模式。

**韦森：**我们的外汇储备降一点，怕什么。

**张春：**你看央行负债表，现在即使到3.6万亿，还是



80% 的资产，这是错配的。完全汇率市场化以后，央行这部分就不需要这么多了。因为资金完全通过市场，没有什么外汇占款，不需要有一个固定汇率，不需要外汇支持了。这个钱都要转到财政部，然后财政部拿去做一带一路，做基础设施、银行，这个就活了。原来在银行资产负债表，放在美国国债里面，安全系数是最重要的，但损失了多少钱。所以这肯定是下面几步要走的路，一部分钱从央行资产负债表转出来，人民币如果国际化了，根本不需要外汇储备了。

**乔依德：**沈明，你来提一些政策方面的意见。

**沈明：**针对这些调研来说，我们出口占主导的不是义乌也不是浙商，还是掌握国计民生那些人。我调研的企业都是上海的骨干企业，他们的领导都是国家任命的，不是市场化出来的，他提出来的问题你也看得出来。总体来说，大家还是有预期的，一番调研下来后，我觉得他们出口型企业预期人民币在今年还会贬值 2% 左右。他们心里是有预期的，已经责令各个部门做准备了。

**乔依德：**问题是我们不能靠预期来弄这个东西，如果人民币不贬，以后又要吃亏了，至少要有一些手段方法。

**沈明：**具体没有问。

**乔依德：**你们仔细看，并不是说外汇市场不干预了，他没有说过这个话，只是中间价格更市场化，根据上一天闭市的价格决定第二天。12 号下午的时候，政府还是出面干预的，不想跌得太多。某种程度上，我也同意张春讲的，对于这次汇改，我是认同的。为什么呢？从几个角度来说，第一，它是走向市场化了，当然不是完全市场化。而股市从一开始到最后都是错的，想通过政策托市，是违背市场化的，而且有些法律法规都不管，这个做法不对。

第二，为什么股市难？因为股市的资金可以随时进出的，私人的钱，公司的钱都可以进出，这个你管不了的。而资本账户还没有完全开放，当然有些钱可以进出，但这个量是有限制的，国外的钱不那么容易进来。在某种程度上，因为资本账户没有完全开放，现在动汇率恐怕也不是一个好时机。说现在时机不对，主要是股市跌了以后，你做这个事，会给别人不好的联想。但仔细想想也很难，什么时机最好呢？如果美联储加息以后，就更难了。我觉得中国政府和IMF的沟通是很多的。股市有一次跌了8%以后，网上说了五个理由，其中第三个理由就是IMF要求中国政府不要救市。那天晚上我正好和IMF碰头，他说绝对没有这个事。刚好第二天在北京开一个会，我去参加了，会上IMF的人讲，中国股市那么不好，中国政府肯定要咨询我们，但他们没有说那样的话。IMF和中国政府的沟通是很多的。29号IMF开会讨论SDR，后来有一个报告出来，这个报告对怎么计算SDR汇率提出几条东西：第一海外市场 and 银行市场的汇率差距很大，第二中国的汇率没有最大市场化，第三中国的交易时间比较短，这个报告都提出来了。因此，这次汇改也是针对IMF所提出的汇率没有市场化，我们现在做了市场化，第二天IMF马上就表态了。当然，这是我的猜想，内部可能都会有一些沟通的。

我觉得汇改和股市还是很不一样的，从市场化的角度，从资金的来源上说，汇率基本上还是能够控制的，因为它还可以干预。国内的企业大部分还是听央行的，所以我不是太担心。除非中国经济真的不好，才会贬值。但在目前看得见的几个月内，它是不会贬值的，这是我的判断。今年年底，我估计也不会，除非经济增长再降下来，央行才可能实行

贬值。

**沈明：**如果经济继续往下走，它就再来一次贬值。现在还要增加房地产税。

**韦森：**增税需要人大来讨论，这牵涉到每个家庭。

**丁剑平**（上海国际金融中心研究院副院长）：我认为，要予以中间价完全市场化过渡一定的宽限期。朝着外汇市场做市商完全定价还有大量准备工作要做。在美国一手操纵利率汇率，另一手操纵大宗商品价格的世界上，汇率波动的“一边倒”易引发金融危机。为此要做好去除中间价的准备：一是建立中国大宗商品指数，以平稳国内物价水平的参照；二是设立人民币指数，确保在主要出口市场竞争力参照。由此作为去除中间价后的全社会（央行、企业和家庭）比较汇率波动的共同参照物。人民币汇率市场化绝对不是“浮萍”模式。中间价改革对宏观经济的影响主要有：（1）外汇市场做市商的预期作用将加强，同时他们的定价也将效率更高；（2）汇率弹性将扩大，但打赌人民币大贬值仍将会收到重创；（3）有利于股市上市公司的业绩，出口企业盈利将会提高；（4）有利于避免步入“通缩”的陷阱，由于美元升值的大宗商品价格下跌传入的通缩将受阻。总而言之，有利于中国实体经济“休养生息”。

考虑到目前的危机阶段，我的看法有这样几点。首先，要对外汇储备的锐减与人民币贬值压力之间关系建立分账户监测。尤其在股市大跌资金外流压力下，资本项目的管制还是必须的。对套汇的活动还是应该予以严打。在此前提下，才能维持人民币汇率相对稳定。若连续贬值，会有羊群效应。发展下去就是人民币走向贬值通道，而无法收拾。我们目前还要顾及股市，要把资金留在国内，要采取必要的

---

措施，不仅让股市有场外资金等待入场，而且还能维持人民币汇率的稳定。若让人民币贬值下去，也不利于中国整体经济。那种一贬到底的想法是不能接受的。

**王世豪**（上海银行原副行长）：我谈一下我的看法。

第一点，为什么要在股市刚稳定之际进行汇改？首先，是回归价值的需要。人民币从2005年7月起升值已达10年，对全球大部分货币已有较大升值，需要调整。同时，可以从容应对美元升值和加息的挑战。其次，是加入SDR的需要。人民币市场的中间价官定色彩较浓，市场已初步形成多重汇率制，这次改革由市场决定，符合IMF的要求，呼应加入SDR的需要，同时显示货币主权的主动性。第三，是提振国内经济的需要。中国经济进入新常态之后，三期叠加，各项宏观数据持续下跌，基建、消费、出口三大经济推手需要汇改加以促进。

第二点，这对实体经济和出口有什么影响？首先，会影响人民币的预期和信心：可能会促进一部分外资和中资撤离中国。其次，会提振出口企业的信心和盈利：增加出口的增幅，主动营销出口订单。再次，会挤压中国经济的泡沫。汇改会挤压房市泡沫、股市泡沫、信托泡沫，把国内的“股市高值、房市高价、资金高利”三高压下来，使中国金融更加稳定和安全。

第三点，对金融改革有什么影响？首先，对央行的货币投放方式会变化。汇改后外汇顺差会缩小，有一定的影响。其次，会推动人民币国际化。此次贬值和降息、降准一起行动，三管齐下，对人民币的国际化、离岸在岸的人民币资产池建设有好处。第三，会促使金融改革更加稳健。会对全球的商品期货价格、油价、股价下跌有影响。对中国的金融改

革也有影响，尤其是“股市改革”、“利率改革”、“人民币国际化改革”、“亚投行和金砖银行改革”、“资本项下改革”会更加谨慎，由于无风险利率下降，对 PPP 改革可能有利。

**乔依德:** 好的。谢谢大家积极的参与！

(以上内容根据录音整理，未经本人审阅)