

聚焦 FOCUS 中国资本市场亲历者说

全国人大常委会原副委员长、著名经济学家成思危：

中国股市政策市渐淡 未来十年必将逐步上升

证券时报记者 张媛媛

改革开放打开证券之窗

中国以前是科技救国，但是经过文化大革命，我觉得管理更加重要，没有好的管理，再好的科技人员也发挥不了作用，所以下决心学管理。在美国学习期间，发现资本市场对美国的经济发展起到非常重要的作用：一方面促进了创新型企业的发展，企业得到较低成本融资，能够很快发展起来；另一方面，也给老百姓带来了财富分享的机会。

记者：就我们了解，您以前从事的工作与证券行业非常远，您为什么会这么关注证券市场？

成思危：我是学化工的，但是在1980年，我有个机会到美国去学习，我下决心改行学管理。当时有朋友问我，已经是主管一个专业的工程师了，为什么要转行？我说，中国以前是科技救国，但是经过文化大革命，我觉得管理更加重要，没有好的管理，再好的科技人员也发挥不了作用，所以下决心学管理。于是，到美国以后，开始做访问学者，拿MBA的学位。在美国学习期间，发现资本市场对美国的经济发展起到非常重要的作用：一方面促进了创新型企业的发展，企业得到较低成本融资，能够很快发展起来；另一方面，也给老百姓带来了财富分享的机会。但1984年我回国的时候，中国还处于计划经济为主的时期，这个时候发展资本市场还不成熟，但是在1990年，中国资本市场开始发展了，我也很高兴。我回国后还在化工部，但我也参加了一些中国改革方面的活动，比如，当时我在中科院软科学研究会，做了一些软科学方面的工作；另外，当时我还在自然科学基金会管理科学评审组从事一些工作。

当时从美国回来从事管理的人员很少，我可能是最早的MBA之一。回来后，也受到各方面的关注，比方说，中南海业余大学专门请我给他们讲管理；另外，软科学研究会和自然科学基金会也都让我从事这方面的研究。化工部化工学院也请我兼任管理系的副主任。因此，当时虽然我在化工部工作，但在管理界各方面已经有较早的关注，也希望参与这方面的研究。

记者：1990年在您的心目中，中国是不是到了可以开办证券市场的时候？

成思危：当时我也怀疑条件是否已经成熟。因为从当时整个情况来看，计划经济为主，市场条件不够，我也有过担心，觉得条件可能不成熟。但后两点改变了我的想法：第一，就是邓小平提出的，大胆试、不争论，这些东西都试一试，不行关掉就是了。当时理解邓小平同志的思想，就是中国要搞改革开放，要大胆学习国外几百年来积累的好的经验，好的做法和好的管理方式，好的组织方式，并且结合中国国情加以运用。在学习过程中，必然也有一个探索的过程，所以对邓小平的这个提法，我是非常赞成的。第二，我也确实看到，当时很重要的一个动机是为国有企业解困，背景是当时很多国企对国家经济发展做出了贡献，但是发展后劲不足，一是机制问题，二是原来的资产差不多折旧折完了。所以国企要进一步发展，需要有一个融资的渠道，而靠国家财政支持是不够的。所以，通过资本市场融资支持国有企业解困、发展，我觉得非常重要。因此，尽管我怀疑条件不够成熟，但从这两点出发，我还是赞成建立资本市

场的。

记者：从当时的股市来看，是否与您在美国看到的证券市场有很大不同？

成思危：那当然。一个刚起步的中国资本市场和美国成熟股市比较起来差别太大了。当时我们是配额制，各个部委在这个方面极力争取推进自己系统内的企业上市，这种行政做法与美国股市很不一样。另外，人们对股市认识也有个过程，最开始，深圳的股票没人买，后来发现很赚钱后，大家抢着买。所以，总体来说，开始时期是很不成熟和不规范的，但是任何事情都需要有这么一个过程。

记者：在这种情况下，有没有呼声说要吧市场关掉？

成思危：当时，我倒是没有听到这方面的呼声。因为我是积极主张改革的、赞成的，当然，有些人可能认为这是资本主义的产物、是投机等等。由于我在美国学习过，知道这是怎么回事，所以，我本人坚决支持资本市场发展。由于我本人在化工部工作，所以，早期资本市场建立时也没有参与这方面具体工作。我真正参与这方面工作，是在我到了民建中央以后。

“一号提案”与创业板

“一号提案”不是要马上开设创业板，当时提出的是“三步走”战略：第一步，要成立风险投资公司，在现有法律框架下，解套风险投资；第二步，修改《合伙企业法》，建立投资基金，更广泛地吸收资金；第三步，建立包括创业板在内的风险投资体系。

记者：我们了解到，您在去了民建中央以后，提出了很多的对于资本市场发展的建议。为什么您如此关注资本市场？

成思危：因为民建中央是联系经济界的一个载体。民建中央主要组成中70%是经济界人士包括金融界人士，比如当时著名的萧灼基教授就是民建中央的常委。有一批对金融比较熟悉的人到了民建中央以后，我们也可以集中精力研究这方面的问题。所以，我到民建中央以后，可以不断地提出一些参政议政的建议。1997年我们组织一次风险投资的国际研讨会，会后形成了议案，即《关于进一步促进风险投资发展的提案》，在1998年第九届政协一次会议上，这个提案被列为“一号提案”，推动了中国风险投资事业的发展，其中包括了开设创业板等一系列构思。同时，我们有一批金融界研究中国股市发展深层次问题方面的人员，包括萧灼基教授等，我也组织他们来分析研究中国股市存在的问题。

记者：1998年“一号提案”提出了设立创业板，为什么会在这个时候提出来？

成思危：因为风险投资的发展，需要有一个退出机制，退出机制有两个：一个是并购，一个是上市。所以没有股市，风险投资的退出是不完整的，当然我们提出的提案不是要马上开设，当时提出的是“三步走”战略：第一步，要成立风险投资公司，在现有法律框架下，解套风险投资；第二步，修改《合伙企业法》，建立投资基金，更广泛地吸收资金；第三步，建立包括创业板在内的风险投资体系。当时，我们估计少则5年、多则10年时间，实际上花了11年的时间，才完成了这件事情。这期间，没有想到会有网络股的破灭和最近的金融危机。不过，当时我们分析的整个战略设想就是分“三步走”，并不是一定要马上就推出。



张媛媛摄

政策市色彩渐淡

我的座右铭是——慷慨陈词岂能皆如人意，鞠躬尽瘁但求无愧我心。所以我就有责任去提醒投资者，至于他们听不听那是另一回事。我觉得我发表的看法都是有我的根据，都是通过我的研究来观察和分析的。至于观点是否正确，最终要历史来证实。

记者：您提到政策市，为什么您对政策市印象深刻？

成思危：中国股市前10年里，经历了大大小小20次政策事件，包括《人民日报》社论等，一出来就对股市有显著影响，这说明中国股市受政策影响太大。坦率讲，国外的股市也会受到政策的影响，但是中国股市受影响程度要比国外大得多，这使中国资本市场多次出现暴涨暴跌的情况。

记者：为什么中国股市会有政策市？

成思危：这两方面因素：一是中国资本市场在前10年，政府主导的作用相当大，这与国外不同，国外政府对股市的主导作用相对要小一些；二是投资者的心里总是期望政府主导下的政策能够让他们赚钱，造成放大效应，使得政策的影响更加显著。这对证券市场的发展是不利的。

记者：有人说，在中国市场不太完善的情况下，政策市也有它的好处？

成思危：实际上，任何国家的股市都会受政策影响，中国市场受影响太大，太大就不好。国外主要是靠采取措施，如调节利率、准备金率等来影响股市。但是在政策市比较强的情况下，它会呈现出两个效果，一是过度反应，二是人们对政策的期待导致政策有时影响无效，如征收印花税等。如果政策不能改变人们行为准则的时候，那么政策效果就有问题。

记者：您感觉现在政策市有没有减弱的趋势？

成思危：现在减弱多了。现在减弱了两点：一方面是政府比较成熟了，采取措施不是采取官员的言论，而是采取货币政策等手段；另一方面，投资者也比较成熟了。但是，现在政府还处于强势，政策市的影响还是存在的。政府还是应该把市场建设好，保持“公开、公平、公正”，保护好弱势群体。我不赞成政府对股市的涨跌做过多的人为干预，否则，会对真实的市场情况造成扭曲，而投资者就容易上当。

记者：对于2007年“股市泡沫论”问题，市场有一种观点认为是您把股市打下来的，为什么要用这种方式表达自己的观点？您不怕吗？

成思危：我的座右铭是——慷慨陈

词岂能皆如人意，鞠躬尽瘁但求无愧我心。所以我就有责任去提醒投资者，至于他们听不听那是另一回事。我觉得我发表的看法都是有我的根据，都是通过我的研究来观察和分析的。当然这个看法也许部分人不同意，那也没有办法，最终要历史来证实。

记者：在中国证券市场发展20年里，大大小小几次救市，后来我们也注意到您当时有一个“救市是一个假命题”的提法，为什么会有这样的提法？

成思危：说实话，救市本身并不适合用政府的手段来救的，打一剂强心针可以刺激一下，但是如果它的趋势是跌的话，市场还是会跌的。打强心针也解决不了问题，因为股市有它内在的规律，熊牛交替是它的规律，它在熊市的时候总是有一段下降的趋势，然后慢慢才能回升。所以，那时候尽管政府采取一些措施来救市也解决不了问题，而且救市的结果是造成人们错误的印象，譬如当时股市要跌到1000点的时候，有人甚至提出政府要设立平准基金、收购股票等。实际上，做这些事的时候，真正能够受益的又不是中小投资者，而是那些预先得到信息的人。所以，政府救市实际最后救的并不是真正困难的中小投资者，而是救了那些掌握了信息和大量股票而急于解套的大鳄，所以我认为这是假命题。

市场急需强化四大元素

关于监管，我认为：第一，不对股市的升、降、涨、跌负责，而对股市的公开、公平、公正负责；第二，监管应当依法、合理、有效，应从信息披露入手，保证信息披露的全面、真实、及时、可靠；第三，监管的重点应该放在资本市场的制度建设上。

记者：10年前您提到了证券市场存在的9大问题，当然现在很多问题都已经解决了。到目前为止，您觉得市场还存在哪些问题？

成思危：目前来看，我一再强调股市要想建设好需要四大元素：一是上市公司的质量。上市公司是股市的基石，如果上市公司搞不好，那么证券市场是搞不好的，因为股市本身是虚拟经济，它总体上不能创造社会财富，它可以给个人创造财富，但是个人的财富是在别人损失的情况下得到的，所以真正要想创造财富是靠上市公司，上市公司搞好了，创造了财富，通过股价上涨和分红给投资者带来财富收入，就是共赢。所以上市公司质量不行，股市再怎么涨也是虚的。

二是宏观经济走势。股市是虚拟经济，它产生于实体经济，又依附于实体

经济，所以宏观经济走势对股市影响很大。我为什么对中国股市一直比较有信心？因为中国宏观经济总体来看，它的发展还是比较好的。股市从20年平均水平来看，我们的发展速度比国际上还是要快，就是这个道理。

三是投资者。投资者存在两个问题：第一，投资者心理承受能力和风险意识很重要，投资者的投资观还不太成熟。第二，跟风造成羊群效应，喜欢打听内幕消息等。

四是监管。关于监管，我认为：第一，不对股市的升、降、涨、跌负责，而对股市的公开、公平、公正负责；第二，监管应当依法、合理、有效，应从信息披露入手，保证信息披露的全面、真实、及时、可靠；另外，监管的重点应该放在资本市场的制度建设上。

记者：目前来看，尽管现在创业板、股指期货、融资融券都推出来了，那么在您的心目中未来的证券市场应该是什么样的架构？还需要解决哪些问题？

成思危：温家宝总理讲过，我们需要的是一个健康的证券市场，一个成熟的证券市场。所谓健康就是这个市场里面应该是公平、公正、公开，应该是没有虚假信息，没有内幕交易，没有黑庄，没有恶意操纵。什么是成熟呢？成熟是说它的制度建设应该相当完善。比如股指期货开板时我们比较注重降低风险，所以把保证金率提得很高，但将来随着市场不断成熟，门槛会适当降低。现在，我们还是处于走在健康的路上，当然没有绝对健康，造成对成熟，中国资本市场的制度建设要不断完善和加强。

10年后资本市场有三大变化

资本市场从长远来看，它总是波浪式前进，螺旋式上升。中国的证券市场最高达到6000多点，现在是不到3000点，中国股市必然通过未来10年也会逐步上升的，这一点是没有疑问的，我绝对有信心。

记者：在您的心目当中，您感觉在未来10年这个市场到底会是什么样的？

成思危：未来的10年肯定比过去20年好得多，有几个因素：一是中国经济到2020年正好是全面进入小康社会，那么中国经济的发展在未来10年里将是一个新的经济周期。二是中央提出的科学发展观，特别是以人为本，全面协调可持续科学发展观，这些非常重要。这意味着政府将更多注重民生、提高老百姓的财产性收入。而资本市场是老百姓财产性收入的一个重要来源，所以我认为中央会更加重视发挥资本市场的作用，建设一个多层次的资本市场。我想将来股市、债市、汇市、期货等金融衍生品将会形成一个体系，这样才能

提高国际金融的竞争力。三是股市投资者将会进一步成熟，而且机构投资者将会逐步占到主导地位。

记者：您最关注的是中小投资者，按照目前的发展势头，是否意味着未来市场越来越不适应中小投资者？

成思危：多数中小投资者可能就会采取买基金等方式，就是委托专家理财、委托机构投资者去投资。但是也不排除有一部分中小投资者积累了相当的经验，可能他觉得他的操盘比基金投资组合的方式会收益更多。但是多数人没有那么多精力去做这件事，不可能做成专业的，所以很可能还是委托机构投资者去投资，所以将来必然是这样的趋势，即中小投资者留下的是强有力、有时间、有钱、有闲的人去做，然而更多的是机构投资者。

记者：从最早您提出要办的创业板已经成功运行了，而现在股指期货、融资融券也都已经实现了，您感觉未来资本市场上还会出现哪些新东西？

成思危：现在中国的资本市场有几个方面还要努力：其一，中国资本市场现在有了一板（主板）、二板（即创业板），但是三板还不够规范和成熟。三板的作用是什么？第一是孵化器，第二是垃圾筒。就是还没有条件上市的企业可以先在三板挂牌上市，让它成熟以后再上。但是目前三板好的企业很少，这就说明还不成熟。另外三板本身是对退市企业起到垃圾筒的作用，即使退市后，它的股票也可以有交易，所以三板也是非常重要的。但是目前我国的三板市场，还需要进一步成熟、规范。

其二，中国的债券市场相对于股票市场而言差得很多。债券市场在国际上也是非常重要的市场，而截至目前国内短期债很少，所以未来10年中国的债券市场会大发展。

其三，金融衍生品市场亟待拓展。金融衍生品市场现在做的是期货，实际是期货、期权、互换、远期四大类型，另外它还和股权、汇率、利率联系着。我们现在只考虑到股指期货，股指期货是和股权联系的期货，所以未来还有很大发展空间。另外，现在的股指期货只能让大户去投资，中小投资者做不了。我希望中国通过10年以后能出现小型的股指期货，让更多投资者能有更多选择。

记者：您如何判断市场？认为什么情况下股市才是高点，什么情况下股市才是低点？

成思危：我们对中国股市20年进行研究得到一个规律。中国股市一共有三次高潮，三次低潮，但是每次高潮的时候都有两个峰，每次低潮的时候都有两个谷，这是中国股市很有意思的特点。实际上中国牛市有快点、也有慢点，中国熊市有大熊、也有小熊。大家可以注意2009年6月，当时股市涨，很多人认为是中国股市进入牛市，但根据我们的研究还是熊市，当时很多人不同意，反问一下子涨到3000多点还不是牛市？我认为这只是大熊跌到1664点后回升了，这是第一个谷，第二个谷还没有来，第二个谷可能要在2300、2400点左右。所以，2009年下半年开始又下跌，并且在3000点左右维持很长一段时间，最近又在下跌，最近就是小熊，小熊过了以后应该进入牛市。

记者：我注意到您对股市有非常形象的描述，叫“波浪式前进、螺旋式上升”。在股指期货推出之后，您觉得这样的判断依然成立吗？

成思危：对，这就是世界股市的规律。1987年“黑色星期一”的时候，我正恰在美国，那一天简直成了世界末日，有的人跳楼，还有的人把他的股票经纪人打死了，因为他损失很大。但是那时候道琼斯指数还不到3000点，再看10年以后，道琼斯指数涨了多少？到1997年，特别是到2000年的时候达到10000多点。所以，从长远来看，它总是波浪式前进，螺旋式上升，这一点没有疑问，中国的资本市场也会是这样。中国的证券市场最高达到6000多点，现在是不到3000点，中国股市必然通过未来10年也会逐步上升的，这一点是没有疑问的，我绝对有信心。

（详细内容敬请关注近期中央电视台财经频道大型专题片《股市·中国》）