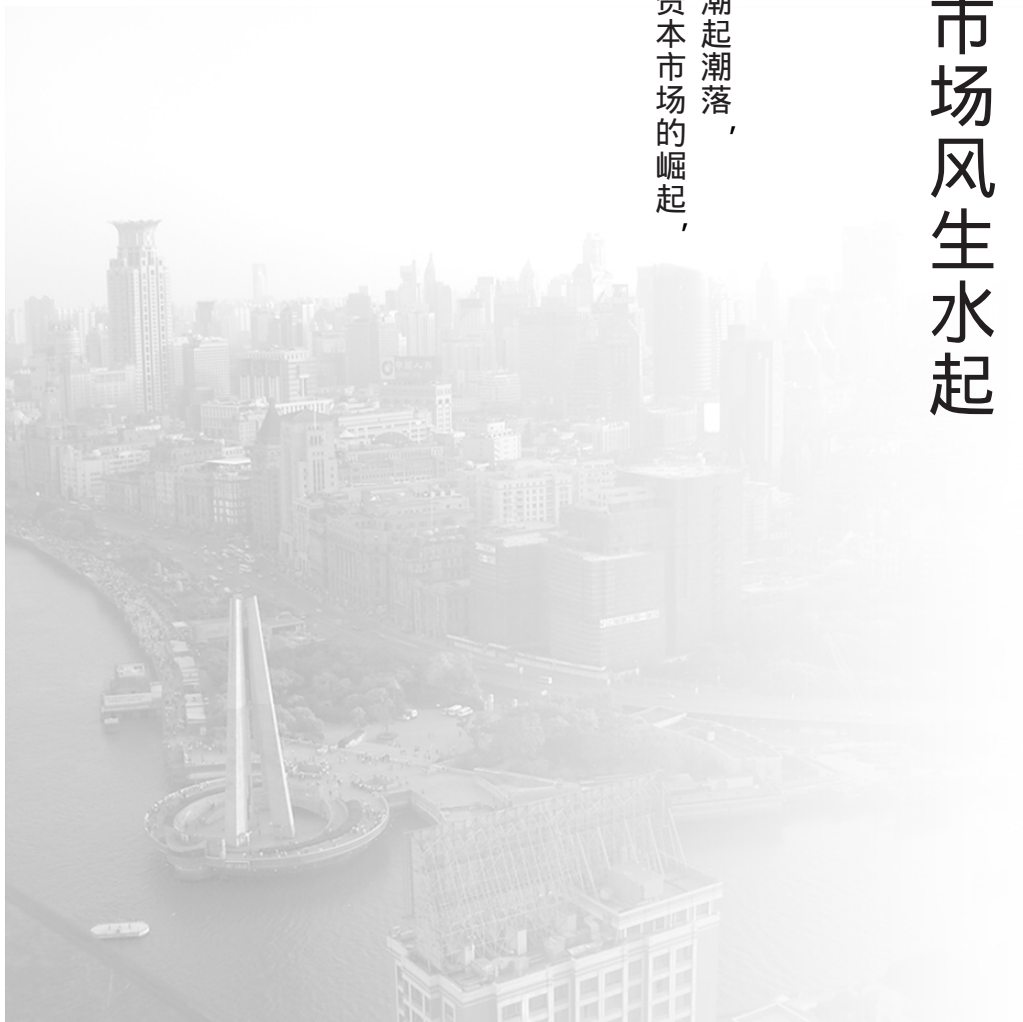


第 2 章

资本市场风生水起

金融海啸潮起潮落，
但是中国资本市场的崛起，
是大故事。





资本市场的新腾挪

中国证监会公布了新的IPO条例，意味着2008年9月以来停顿下来的A股市场新股集资活动即将重新启动。这是2009年A股市场最大的腾挪变化，对大市究竟祸兮福兮？

对此笔者的理解是：（1）中国政府对经济复苏已经有九成把握，工作重点开始转移到非宏观领域。（2）在不影响整体信贷规模的情况下，北京开始着手处理短期资金流动性，利用新股集资来吸走热钱。（3）股市已经成为政府调控经济的一个重要政策工具，监管部门试图利用新股发行速度来控制股价上升的动力，但又不至于令其大幅下挫。（4）首次公开募股（IPO）重开，节奏和力度至关重要，估计以先易后难、先小后大为原则，率先启动中小板。（5）集资顺序上相信国家重点项目，尤其是基建项目会有一定的优先权，让资本平台为国家的财政刺激措施提供一个集资的渠道、市场化的平台。（6）前几个IPO不仅关系到资本市场的表现，更会影响经济与消费的前景，所以只准成功不许失败，估计在新股定价上会预留足够的上升空间。

中国的A股市场，已成为继4万亿元之后第二个刺激经济的政策工具。与财政刺激、基建投资不同的是，A股市场无须任何政府资金投入，只要政策利好，民间资金便心甘情

愿地大量涌入。股市走强，对消费信心的支持是有目共睹的。笔者认为，北京要调控的是股市上涨的速度，而不是方向。另外，前一段时间银行爆出天文数的新增贷款，这对稳定经济至关重要，不过也造成了短期流动性泛滥的后遗症。在经济复苏极不均衡、出口形势依然严峻、就业局面继续恶化的今天，政府暂时无意大幅收缩银根，祭出IPO乃是有针对性地抹干热钱，实为货币政策上的高招。

北京在资本市场的另一项腾挪，是悄悄地引导国内资金流入香港市场。4月开始的QDII专户理财，便允许有实力、可承受风险的国内资金投资港股。汲取上一次QDII出海惨遭伏击的教训，这次入市可谓“静悄悄”，虽然规模和声势大不如前，但是中资抄到了港股的底。QDII专户理财，主理国内社保基金、保险基金和企业退休基金的海外投资，其潜力应该大过当年的QDII，相信规模会在今后一两年内大增。另外，QDII再次出海也已经重新提到政府的议事日程上来。

最后一个腾挪，是跨境ETF基金的壮大。ETF是Exchange Traded Fund的缩写，中文译为交易所交易基金。中银国际发行的A股ETF，预计2009年7月登陆中国台湾，成为台湾资金投资A股的第一个合法载体。香港已经有数只A股ETF，为有兴趣投资国内股市但又受资本管制或流动性

限制的资金提供了交易的窗口。笔者相信，A股ETF的数目在今后两年会明显上升，成为海外资金投资A股的重要平台。中国散户通过ETF投资海外市场的时机似乎也在逐步成熟，一场金融海啸将金融资产价格拉到比较有吸引力的水平。而ETF应该是克服中国资本项目不开放，但允许海外投资的一种主要阶段性工具。这类产品在国内出现的时机目前还不清楚，不过散户透过ETF投资海外的大方向看来是明确的。

（本文作于2009年5月，原刊于《经济通》）

资本市场为经济插上了翅膀

进入21世纪后，中国政府曾经为两项决策大费踌躇。这两项决策，长远来看对经济有利，但是实施过程中均可能有重大的不确定性，甚至对经济和社会造成严重的负面冲击。两件事最后都硬着头皮做了，负面冲击实际上远小过原先的想象，而对经济的正面帮助则几乎既立竿见影，又意义深远。第一项决策，是加入世界贸易组织，将中国市场与世界并轨。此项决策奠定了中国的“世界加工厂”地位，为经济增长装上了新的车轮。第二项决策，是为资本市场松绑，通过港股、A股厉行银行改革，并为国有资产的退出创造了条件。此举为中国经济插上了资本的翅膀。

将资本市场由经济活动的偏师，升级为经济发展的主力，在中国是一项政策上的重大突破。尽管开放之始困难重重、风险颇大，其好的效果却是立竿见影。坏账累累的银行改革当时可谓举步维艰，而银行资本金得不到增加，它的金融中介功能便难以恢复，经济活动处处受掣肘，金融风险也得不到释放。通过到资本市场上市集资，则一步棋活全盘活。没有资本市场的腾挪，便没有中国的银行改革，也就难有中国经济今天所取得的成就。

资本市场为国有资金退出非战略性行业提供了出路。2005年的股权分置改革，目前尚留有大小非的后遗症，但是资本市场的确为久寻无解的国有资金的退出制造了机会，大小非的困难是暂时的，资本市场的机制形成才是永久的。

股市，同时成为大企业集资的一个平台，银行贷款已经不再是企业融资的唯一途径。中国的基建热、房地产热、重化工业热，都离不开资本市场，资本市场在资金的供应方和需求方之间架起了一座桥梁，经济的证券化是这一轮周期的一个重要特点，它提高了资金分配的效率，也令许多隐含的价值实现了物化。

这是历史上第一次，资本市场和经济发展在中国可以用“相辅相成”、“你中有我”来形容。资本市场对经济增长、对经济转型的润滑剂作用，变得不可或缺。中国经济因此完

成了由计划经济向市场经济转移的最后一步——资本的市场化、资金价格与成本的市场化。中国的资本市场还存在着许多问题需要改善，但是它经过短短18年的成长，已经开始成熟，开始成为经济发展中不可或缺的一股力量。

资本市场的崛起，是市场经济发展到一定程度后的必需，不过它又是在中国国情下应运而生的。首先，中国的储蓄率极高，投资品种欠缺，银行贷款之外的融资手段较少而且不成熟。资本市场的出现，在资金渠道、投资方式上打开了一扇大门。其次，历史原因造成国有企业在中国经济中占有较高的比重，股市成为国有资本退出的自然选择。再次，在经济发展的快速增长期，投资需求巨大，资本市场对基建投资、城镇化建设、重化工业产能扩张，提供了资金上的保障。在过去几年，资本市场对经济的推动是显而易见的，在某种程度上甚至超过了外国直接投资的作用。中国经济的起飞，为资本市场的兴起创造出历史性机遇，资本市场的迅猛发展又成就了中国经济奇迹。

然而，水能载舟，亦能覆舟。资本市场可以帮助经济、刺激发展、推动转型，但是如果运用不当、监管不力，它也可能伤害经济，甚至酿出祸端。当下的全球经济危机便是祸起于资本市场，爆发在资本市场，最终金融海啸令实体经济蒙受重创。

中国的资本市场虽然也经调整，但是整体来说受冲击较小，因此企业、银行的资产负债表没有出现重大伤害，财富亦多得以保存。这是中国能够较其他主要经济体经济更早复苏的主要原因之一。

不过在制造流动性上，中国人民银行在全球范围内都算得上一马当先。加上各商业银行拼命贷款，我国目前的流动性过剩无论是与其他国家还是与历史数据相比，均显得出奇的高。中国的信贷过度扩张和资产价格过度升值，似乎在制造一个资产泡沫。

资本市场的能量颇大，它的建设性和潜在破坏性可以同样惊人，对此我们必须有清醒的认识。

（本文作于2009年8月，原刊于《新财富》）

破解流动性过剩之道

中国人民银行星期六加息，本周一A股就跟政府开了个玩笑——股市不跌反升。这个具有中国特色的黑色幽默，也反映出目前国内资金流动性的泛滥。

在我们看来，此次加息是预料之中的，但其时机多少有些出乎意料。“两会”结束之后，央行在星期六突然加息，凸显出经济决策者对目前中国经济形势的担忧，以及希望重

新控制信贷增长的决心；同时在负利率环境下，决策者不得不动用“加息”这种政策工具。

流动性过剩是矛盾之根本

今年1月、2月的经济数据显示经济在重新加速，月度经济指标偏高，投资增长、工业增长和M2发行偏高但并不出格。通货膨胀有所反弹，但仍然在3%的可控范围之内。股市估值偏高，不过投机色彩随着几次比较大的高位震荡而在减少。

但是政府面临着一个迫在眉睫的问题——爆炸式的信贷增长。2007年1月、2月的新增贷款不仅比2006年11月、12月翻了一倍，甚至比2006年1月、2月极快速的信贷增长还要再快17%。2006年年初信贷的高速增长，直接导致了4月的调控。目前这种超高速的信贷增长，对经济的可持续性不利，对控制银行本身的信贷质量也不利，所以政府必须迅速采取手段加以纠正。

信贷增长过快是目前中国宏观经济运行三大较突出的矛盾之一。第二个矛盾是，经济尤其是投资出现了反弹的苗头，但还未到不可收拾的地步。第三是负利率下人民币资产的快速升值。这种情况在近期的股市中表现得比较突出，楼市也有类似的情况。

上述三大矛盾归根结底是一个问题，就是流动性过剩。

中国的银行刚刚走完改革之路，各银行的资本金大幅充实，出现信贷冲动是合乎经济逻辑的。资金成本现在低到几乎等于零，投资冲动也就自然地产生。银行储蓄已经进入负利率，那么老百姓把钱转出来，进入股市、楼市也是天经地义的。这都是流动性泛滥所致，而政府和央行在处置流动性泛滥问题上有些犹豫不决。

流动性泛滥是全世界都面临的难题。央行在21世纪初的一轮大幅减息之后，都或多或少地被资本市场所挟持，在加息的过程中压力重重、顾虑多多。这在中国表现得尤其明显，因为除了日本，中国的绝对利率水平在世界上是最低的。储蓄率高达40%，通货膨胀又在抬头。

治理流动性过剩可用行政手段

对于流动性过剩问题，我个人认为必须从以下几个角度入手解决。第一，把中国人民银行从汇市干预中彻底分隔出来，外汇干预由财政部主导发债，央行退出。央行号称对汇市干预所产生的流动性加以对冲，但效果似乎不佳。第二，利率水平至少提高2%~3%。股市对加息的反应，不表明利率无效，而表明治理流动性的政策力度不够。我们的模型显示存款利率中性区大约在5%，贷款利率在8%，准备金率在

11%。利率水平正常化势在必行。第三，人民币升值，从2006年的3.2%提高到5%~7%。当然抹干流动性需要一定的过程，在这些货币、市场政策见效之前，政府可以通过行政手段，压制银行信贷冲动。

此次政府选取利率作为调控手段，可能更多地与利率（实际利率）进入负值有关。此前政府对加息非常慎重，但随着通货膨胀的反弹，银行储蓄利率进入负值，银行储蓄大量流出，制造了新的大规模的资产升值。这是决策者的忧虑。

调控初期，政府出手会相对温和，这是政府2004年、2006年宏观调控早期的普遍特点。尤其在这次经济数字尚正常的情况下，应该仍是和风细雨式的，这也包括利率的调整，以及今后准备金率的调整。

不过作为一个经济学家，从经济基本面来看，我觉得现在加息，无论是0.25%还是0.50%都无济于事。如果中国真的希望控制资金流动性，为经济和资产升值降温的话，需要调高的利率和准备金率可能都要达到2%~3%，这样才能将利率推到中性区，使企业和个人的资金成本回归到合理的范围，制止过快的投资增长和资产炒作。但是从决策层角度来看，在短期之内加息2%~3%，可能不切实际。中国的利率政策明显地受到汇率政策的制约，人民币利率大幅度上升，可能吸引更多的热钱流入。另外，大规模加息对企业、银行

和保险等公司来说，都会造成重大冲击。因此，作为一个观察家，我认为短期内大规模加息的可能性不大，但这一步早晚得做。

总的来讲，3月、4月的调控力度不会太大，应该不会再有利息调整，但是准备金率可能被调高，同时政府可能针对个别信贷增长过快的银行，采取行政手段（如定向票据发行、派工作组等）。但是不排除如果投资进一步加速，如果通货膨胀率超过3%，如果股市再出现一轮急升，会有更严厉的调控措施出台的可能，不过这也许是下半年的事情。

正确理解日本教训

最后我想强调的是，在人民币问题上大家都非常审慎，生怕重蹈日本20世纪90年代的覆辙。其实日本90年代给我们最大的教训不是日元的升值，而是日本银行漠视20世纪80年代流动性泛滥的事实，听任资产升值，市场炒作，使资金由生产领域流入虚拟领域，最终导致泡沫。泡沫崩溃之后，央行在危机处置上又裹足不前，一再延误时机。这是“日本失去十年”的最大教训。今天中国已经出现了类似日本80年代的流动性泛滥、资产价格狂升、资金转向虚拟世界的迹象。若这个问题不解决，不管人民币升不升值，中国早晚会被同一块石头绊倒，差别不过是名义汇率升值还是实际汇率升值

(通过通货膨胀、资产价格增值)在形式上的不同而已。

(本文作于2007年3月,原刊于《21世纪经济报道》)

必须限制海外土地基金的活动

今天没有什么比海外热钱更挟持中国经济政策。热钱对政府人民币政策的影响是显而易见的。在人民币汇率形成机制调整的时机和力度上,政府说了算,而且政策的出台时机也的确出乎热钱的意料。不过在整个决策过程中,热钱令中央政府感到无奈,对政策的出台更是一个掣肘。受热钱影响的,还有中国的货币政策和房地产政策。

7月21日的汇率机制调整,并未使海外热钱止步,资金从各种渠道不断流入,而且呈加速状态。有关政策部门对于这些以五花八门的手段暗渡国门的热钱,苦无监控良策,打压也不得要领,只能做长期作战的准备。

海外热钱在中国的主要寄体是房地产。中国A股市场举步维艰,债市容量狭小且公司债缺如,所以热钱折成人民币后,要么存银行,要么转入房地产。存银行回报甚低,对多数炒家不具吸引力,于是蜂拥至房地产。

热钱流入近来有由暗渡变成明入的迹象,而且炒作起来有时付人民币,有时干脆付美元。其中最为突出的是世界各

大银行及投行的土地基金在上海、北京的大肆抢购，整栋成片地买入商场和写字楼。这些土地基金出手豪绰，资金之雄厚令国人咋舌。

其实土地基金在运用财技，抢占中国的优质物业，所动用资金多数并非自己的。它们的投资往往选择收益稳定、租金回报高的物业，以此抵押在海外借款，完成交易。之后这些物业再打包，通过REITS（房地产投资信托资金）等金融产品在海外上市，资金回笼后再做下一单交易。其实REITS上市还在少数，不少物业打包后可以直接向国外银行、保险公司私下配售，神不知鬼不觉地套现。海外土地基金的打包套现能力是中国物业投资商所没有的，于是它们的扩张速度便远远超过中国的竞争对手。

海外土地基金还成为赌人民币升值的一种工具。它们所收购的中国物业都具有几十年良好的人民币现金流，买物业是用美元付款，以套期形式赚取今后的人民币升值。海外土地基金进入中国房地产，是一种海外直接投资，但是笔者认为中国并不需要这种直接投资。

全世界发展中国家中，很少有像中国那样对海外投资如此友善的国家，甚至一些发达国家也不如中国（美国对中海油收购尤尼科的态度便是一例）。很少有国家给予外资超国民待遇，免税送地，要什么给什么。海外投资对中国经济的

发展和开放，起到过极其重要的促进作用。在某种程度上，没有外资就没有中国经济的今天。但是外资也分有益的和无益的，有些甚至是有害的。对于无益的，中国政府不需要给以超国民待遇；对于有害的，则必须加以限制。

首先，中国现在并不缺少钱，在可预见的将来，也是如此。海外土地基金大举涌入，无论从宏观调控还是从挤房地产泡沫角度上看，都在起反效果。其次，这些基金以现代金融手法对中国物业进行全球性配售，它们与国内竞争对手之间在进行一场炮舰打舢板的战争，政府对此的监管尚未开始。再次，将人民币资产打包后在海外出售是一种新思路，如果成气候，中国的资本管制便难以维持。最重要的是，它们在摘中国发展成果的桃子。在过去的20年中，中国经济和生产力的进步，发展远超过世界平均速度。不过由于政策上的考虑，汇率并未升值，物业也不过小升（从20年的角度看）。人民币物业的升值动能，属于为中国经济腾飞做出贡献和牺牲的全体中国人民。土地基金不仅对中国没有做出贡献，而且在各地拿到一些直接回报高过30%的项目。

笔者崇尚自由经济，主张开放互利，这是全球化背景下人类共赢的真谛。政策障碍设置越多，资源配置越被扭曲，经济效率越差。但是，中国还存在着大量的结构性问题，人民币仍未完全对外开放，国内的金融产品与国际水平还有明

显差距。这种情况下对外资照单全收，甚至给予优惠是不明智的。在20世纪90年代初期和中期，个别香港商人利用财技，在国有资产转让上“空手套白狼”，当时被称做“中策现象”。希望不要让海外土地基金在中国上演同样的故事。

（本文作于2005年8月，原刊于《财经时报》）

对冲基金与金融风险

就国际环境而言，人民币面临美元急跌的压力，美元已经大幅贬值，我们相信还会进一步贬值，这就带动了各主要货币及亚洲周边国家货币的同时升值，无形中给人民币带来了重大国际压力。今天在人民币问题上海内外都存在一股炒风，而随着热钱大量涌入，上海的房地产也出现又一轮的急涨。人民币与其真正价值的脱离，导致对其炒作的加剧。

在人民币问题上一定涉及热钱。热钱其实是对不同形式的投机资金的总称，实际上分为许多不同的投机资金。炒人民币的有三类不同性质、不同背景的投机资金。我们讲得最多的是对冲基金，其中的多数却没有进入人民币资产，更多的是停留于港币和其他的亚洲货币。这些资金讲究快进快出，而进入人民币资产的话，交易成本太大，因为中国的资本项目是关闭的，合法进出中国的渠道少之又少，它们必须同时

冒政策风险，随时可能被政府没收。对冲基金更多的是使炒港币和港股作为替代物，即使其中有人打算炒人民币，对冲基金内部的检查机制也不允许这种行为方式，所以炒人民币不可兑现远期。不可兑现远期，有点像赌比赛结果，不会对比赛的实际进程或赛果带来直接影响。除了心理压力之外，不可兑现远期并不对中央领导层决策有实质性影响。这是第一类所谓机构投资者的对冲基金。

进入人民币资产最多的是第二类，即海外华人资金，由于这部分资金可以投入人民币市场的年限较长，不存在机会成本的问题，它们可以放到人民币资产中3~5年甚至10年，这部分钱真正进入了国内并且换成了人民币资产，主要的停留地点就是房地产，尤其是上海的房地产。如果了解热钱流入国内多少，看看上海的房地产就知道了。

第三类热钱是中国企业自己的，过去想方设法逃避国家监管的热钱在陆陆续续回来，同时还有一些企业通过借外币贷款，最后再转过头换成人民币存入银行。

这三类热钱性质完全不同，对基金而言，花九牛二虎之力把钱偷运进国内，等着人民币升值，升3%还是5%，根本就没有吸引力，其在港股、日元、石油和美国国债方面可以一天就炒出不止这个数字。妖魔化的结果实际上就把对冲基金想炒人民币的欲望无限拔高。不排除有个别对冲基金想渗

入中国市场，炒人民币赚钱。但绝大多数对冲基金并不愿意渗入人民币市场把自己捆到房地产上。我相信对冲基金做人民币升值业务的量不会很大。早些时候国内盛传1万亿美元的对冲基金准备炒人民币，相信这是以讹传讹。全世界的对冲基金总共有1万亿美元，有兴趣炒人民币的只有一小部分。但毕竟对冲基金是个非常危险的因素，而且属于可以通过杠杆作用加大伤害效用的一类金融实体，我们需要慎重。在处理的时候我们需要战略上慎重，战术上小心，但没有必要自己吓自己。

当然，在政府和市场对赌的情况下，不一定就是政府赢。当政府的市场干预在惯性思维的作用下，忽略市场真实价值，政府就有可能输掉。亚洲金融危机的时候泰国出的就是这方面的问题，泰国是亚洲金融危机多米诺骨牌中第一个倒下的政府。

从热钱的角度看，热钱投机资金是要赚钱，苍蝇不叮无缝的蛋，之所以它们现在看重人民币是因为人民币价值与价格之间的差距，而且差距还在进一步扩大。尽管在热钱的流入方面有类似迹象，中国对资金的流出有很多控制，但这么多年来，从来没有想过资金会大量流入，在后门方面是个无掩鸡笼。但同时，在流入中国的热钱中，我认为对冲基金数目不大，因为其对流动性要求很高，且很顾忌政策风险。

当年热钱进入东南亚，多数是因为银行贷款和间接投资，而真正进入人民币的热钱基本上在房地产上，是以直接投资的形式。如果是以银行贷款的间接投资的话，它可以一夜之间抽调，但现在要把吸收热钱的房子全部卖出去，是做不到的，热钱一夜溜走的危险存在，但比起东南亚当年，难度大得多，这是和东南亚当年有区别的地方，尤其要强调的是政府不一定总是对的赢的。泰国当年干预市场是错的，泰铢应当跌的，泰国银行一律干预到最后出了大问题。中国今天的过度投资和东南亚当年的过度投资有类似的情况。现在的热钱主要不是对冲基金，如果是对冲基金进出的话风险是很大的，但我认定现在热钱主要不是对冲基金。逃避监管的热钱有上千亿，企业外汇截留和小金库收入，现在则都兑换成人民币。

（本文作于2004年12月，原刊于《新财富》）

中国内地、香港、台湾十年后只有一个股市

坦率地说，A股市场以国际标准来衡量，目前还是一只丑小鸭。从企业管治、透明度到市场监管、运营，不少地方尚有待改善。但中国股市在十几年中走过了老牌资本主义国家的资本市场上百年的路，其前进速度之快、成长之迅猛，

是历史上罕见的。笔者在此做个大胆预言：再过10年，中国内地、香港、台湾可能只有一个合并的股票市场——在中国内地。其市值应可超过日本，名列全球第二。

举凡世界各地股市，真正要做大必须有一个前提条件——充沛的国内资金。美国股市之所以是老大，靠的是自己国内的资金，外部资金的进出不过是浪花，而国内资金才是浪花下面的水，或曰海。日本市场的透明度和盈利能力与其他市场相比并不高明，它之所以占据世界股市老二的地位只有一个原因：雄厚的内资。中国有超过40%的储蓄率，社保基金、企业年金刚刚起步，这是中国股市在整固后向前飞跃的物质基础。

种类齐全、高质量的上市公司是股市大发展的另外一个重要因素。截至2003年年底，沪深两地总共有上市公司1541家，数量不少，但不少最具实力和盈利能力的大型企业却选择了海外上市。据报道，两家国有大银行会选择纽约、香港、上海三地同时上市。这种做法在技术上有相当的难度，尤其是在海内外同股不同价及人民币可兑换问题上。不过要是真能做成，对A股市场来说具有划时代的意义——中国资金从此可以在自己的市场购买中国真正的蓝筹公司，而中国的大公司也可以受惠于充沛的中国资金谋取更快的发展。加上日后上市的外企、民企和合资企业，一个种类齐全、可攻

可守的大型股票市场就初具规模了。

那么，香港、台湾的股市为什么会合并进来？先谈台湾。现在如果要约见台湾电子类上市公司的财务总监，见面地点多半会选在苏州或昆山，而不是台湾电子公司集聚地——新竹。台湾75%以上的电子业生产已经迁到内地，公司要员们自然要花更多时间留在内地。电子业的一个特点是产品周期短，设备需要不断升级换代，而设备投资中相当一部分来自股市集资。等几年后A股上市程序放宽后，台资电子公司一定会搞两地上市或分拆内地业务。因为在A股市场集资一则成本低，二则会避免内地生产海外集资带来的货币种类上的错配。电子业占台湾股市市值的六成以上，电子企业出走，台湾股市就被边缘化了。

香港不存在电子业出走问题，但几乎所有香港上市公司都面临着本土市场饱和、竞争加剧、利润率下降的困扰，因此，从银行到地产商再到公用企业不约而同地“北望神州”。不少香港企业受惠于CEPA，得以进入内地市场。不过部分市场所得到的“先发优势”只有一两年。WTO协议之下，其他外商很快也会进入中国内地市场。在这种形势下，香港公司可能会尽量抢地盘占先机，而A股则是集资扩张的重要财源。这一点在今天还未必看得出苗头，但是几年以后可能性非常大。

一方面，港台企业今后的两地上市及港台股市边缘化趋势，说到底还是内地生产成本低、市场日渐膨胀所带来的“磁场效应”造成的。另一方面，A股本身的集资效率、透明度及监管水平也必须进一步改善。同时在大环境上，人民币的可兑换、资本项目的开放以及外资企业A股集资的门槛等一系列政策性问题有待解决。笔者认为，在中国内地、香港、台湾股市的融合上，会是“前5年等政策、后5年大扩张”。

至于B股，笔者认为它的历史使命已经结束。B股是中国在不开放资本项目和人民币不可兑换的前提下引进国外间接投资的一种尝试。既然是尝试，就有成功和失败两种可能。B股始终未能建立起集群优势，在数量和交易金额上无法与香港上市的国企股竞争。没有优势，新公司就上的少，投资银行的研究部就不做研究。没有可信的研究资料，外资更不敢轻易进入，交投量更少，以此恶性循环。随着QFII的诞生，B股市场对外资基金来讲已没有多少投资价值了。因此，B股并入A股或港股可能只是时间问题。

10年后，A股可能也只有一个市场。由于地理限制或俱乐部制，不少国家历史上都曾出现过“一国多市”的现象，但随着通信、交通的发展，合并成为趋势。一些拒绝合并的，如日本的大证，则被边缘化。唯一例外的是美国的NASDAQ，但这既有历史原因，也有美国科技公司的集群优势。沪深两

个A股市场相比，上海占有一定的优势，但所有上市公司中也不过六成在上海。今后五六年，新上市的巨无霸们花落谁手，才是决定A股市场最终定居地的关键。

资本市场的集群效应极为明显。如果投资银行全在纽约，证券市场绝不会开在旧金山。因为信息速度、资金流向些微的差异随时会构成上亿美元的盈利或亏损。而人才的流动对以人为本的证券界来讲至关重要。随着IT革命和证券交易的无纸化，证券交易所的地理位置可能会变得不那么重要，但是投资银行、上市公司、资金、信息的集群性不会改变。

再过十年，中国内地A股和B股、香港、台湾合一后中国股市的市值应会超过日本的3兆美元，名列全球第二，再过十年，甚至可以挑战美国“一哥”的地位。

（本文作于2004年5月，原刊于《新财富》）

长期看好中国资本市场

2007年5月，沪深两地A股的平均日成交额达到416亿美元。这个数目，等于日本、韩国、中国台湾、中国香港、新加坡的股市交易额总和。这个数目既反映出A股当时的炒作风气，也反映出国内资本市场近年所取得的长足进步。

用“炒风炽热，全民皆股”来形容A股市场毫不为过。

笔者在自己的博客上刊出一篇议论股市的文章，点击数一天超过10万次，而一篇关于经济的文章（笔者专长所在，也往往倾注更多精力），一周的浏览数不过数千人（不过那是高质量的数千人）。

过度投机，并非中国的专利。几乎所有股市，在不同时期都曾遇见过。过剩的资金流动性、过低的资金成本，往往在重大题材的掩护下，制造出不现实的、难以长期维持的高估值，制造出泡沫。每次泡沫形成期，市场都会有故事表明，这次高估值与以前的泡沫不同，不过泡沫早晚会破灭，调整早晚会到来。

但是，中国资本市场在短短的18年中，从无到有，由小至大，成为世界排名第五位的股市，却是了不起的进步，是任何市场调整都无法抹杀的历史性发展。笔者估计，2017年时中国A股市场总市值将超过4.5兆美元，跻身世界前三名（假定没有巨型跨国证券交易所合并）。

高储蓄率，是中国A股成为世界级资本市场的第一要素。国际资本的流通已成为世界潮流，然而本土资金仍是各国股市的基石。除了日本，亚洲没有第二个国家拥有中国这样的本土资金资源。蓬勃的经济、强劲的储蓄，打造出资本市场的需求方。

本土企业对融资的需要，是A股做强做大的另一重要原

因。A股市值已达到中国GDP的100%，不过今后的潜力依然巨大。国有银行上市之后，中国还有许多国有资产需要上市，还有许多H股需要回归。更重要的是，资本市场融资将逐步取代银行贷款，成为今后企业融资的主要渠道。企业的快速扩张以及对资金的需求，打造出中国资本市场的供应方。

与资金的供应、需求相比，中国资本市场这个平台仍在建设中，较国际一流水平尚有差距。这种差距体现在监管水平和公司治理上，也体现在金融产品的种类和数量上。随着股指期货的推出，相信中国的金融衍生产品会进入一个大发展时期。

中国资金进军海外市场，是近年的又一新生事物。A股与香港H股之间的股价互动关系刚刚开始。QDII投资海外市场的大门已经打开，渠道也会变得越来越多，品种越来越广。笔者相信，以投资海外市场为卖点的共同基金、保险基金，在今后几年将在中国逐步兴起。有中国背景的另类投资（如VC、PE和对冲基金）也会走上历史舞台。以上海为首的几大中国城市，一定会在国际金融舞台崭露头角，这是中国国力发展后的必然，折射出中国经济与国际市场的对接。

不过，国人不要被已取得的成绩冲昏头脑，更不能因此妄自尊大。中国工商银行股份中只有4.5%在A股流通，而它的3000亿美元市值（以A股股价计）却全数记入A股总市值。

工商银行有12.5%的股份在香港联交所流通交易。当年工商银行上市时，香港集资额为国内A股的3.5倍。工商银行市值已超过花旗银行，不过它的盈利仅有花旗银行的1/4。这便是中国国内资本市场与海外市场之间的差别。

打造出国际级的资本市场和国际金融中心，中国还有相当长的路要走。中国不缺乏华丽的写字楼，中国的监管条例也多参照西方文本而成（执行力度另当别论）。在笔者看来，中国资本市场最缺乏的是人才。国内达到国际水平的投资人才其实很少，能够在国际市场上做出跨国、跨资产类别投资决策的更是凤毛麟角。国内机构从奖励机制到风险管理，尚有很大的改进空间。

但凡国际金融中心，都是国际人才荟萃的地方。美国的华尔街、英国的金融城，处处能听到不同的语言、看到不同的服饰。各国精英们在一个充满奖励机制和多重风险控制的环境下，通过激情和智慧创造财富。这种氛围在东京、法兰克福、芝加哥感受不到，那些城市离一流国际金融都市也就渐行渐远。

上海对成为国际金融中心充满信心，中国的崛起也为其提供了空前的机遇。不过机会与现实之间，毕竟仍有距离。外籍金融人士在沪办理居住证、申请菲佣签证的经历，听来令人倒吸一口冷气。延安路隧道以及高架道路上的交通阻塞，

让车上的人唉声叹气。空气污染，则让外来精英们气都不敢多喘。这些软环境上的弱点必须改进。

今年满18岁的中国资本市场，好比正处青春期的青年，充满躁动和荒唐，但又充满朝气、潜质和机会。笔者长期看好中国的资本市场。

（本文作于2007年8月，原刊于《证券市场周刊》）