

资本市场与大国崛起

中国证监会研究中心 祁斌

一、进入新世纪的中国，已经成为世界重要的一极，面临着良好的崛起机遇，也将会不可避免地参与到大国博弈中去

在过去的二十多年中，中国的经济发展成为了全球最为亮丽的一道风景线。改革开放以来，我国经济持续稳定发展，GDP 年增长率保持在 9%左右的高速。截至 2006 年底，中国 GDP 达到了约二十万亿元，经济总量为世界第四，外汇储备居世界第一，并成为世界第三大贸易国。全世界三分之二的复印机、微波炉、DVD 机和鞋子、几乎所有的玩具都产自中国，中国成功地由一个农业为主的国家转型成为“世界工场”。西方经济学家惊叹：“在近 20 年的时间里，中国 10 多亿人口的收入提高了 4 倍。在人类历史上，还从来没有过如此多的人，在物质生活方面经历如此快速的改善。”进入新世纪的中国，已经成为世界重要的一极。

以崭新姿态出现在世界舞台上的中国，既面临着崛起的历史性机遇，又面临着巨大的挑战，同时也将不可避免地参与全球的大国博弈中去。近年来出现的中美、中欧贸易摩擦，中日石油管线之争，围绕人民币升值而展开的争论，尤其是近年的中海油收购受阻事件等等，无不体现了现实的国际利益的重新分配，并正式揭开了新世纪的大国博弈的序幕。历史已经将我们带到了一个十字路口，对中国而言，大国博弈是摆在我们面前的一个客观现实，不容回避。如何采取正确的策略赢得这场博弈，是中国从一个大国走向强国的必经之路。

从国际经验看，任何一个大国的崛起，无一不是首先以经济体制的优势为先导。面积狭小的荷兰，率先建立了资本主义制度，引领欧洲从中世纪的黑暗中苏醒过来，一跃成为当时的世界海上霸主；最早进行产业革命的英国，成就了此后近两百年的“日不落帝国”；而在美国崛起过程中，始终可以看到资本市场在其中发挥的核心作用。十九世纪末，依托于一个日益强大的资本市场的美国经济，相对于当时世界其他国家有着强大的制度优势，以一日千里的速度向前发展，最终成功地在第一次世界大战前后超越了欧洲列强，成为迄今仍然无人匹敌的“超级大国”。

二、华尔街成就美国：纵观历史，资本市场在大国博弈中占到举足轻重的地位

历史是最深刻的教科书。研究过去近两百年世界各国的博弈史，探讨美国为什么能够在建国后一百年左右的时间内迅速超越欧洲各大强国，实现经济起飞，并至今仍然保持着强大的经济活力，对于今天的中国，有着特殊的借鉴意义。

亚当·斯密在 1776 年提出了“看不见的手”的概念，为自由市场经济提供了朴素而深刻的理论基础。而资本市场的出现，将这一概念大大深化和拓展了，从此，人们不再是只能在有形的市场交换商品，他们也可以在资本市场这个无形的平台上投资和交易，而现代企业则从资本市场上汲取他们发展所需要的营养，逐渐壮大和成熟。借助这个市场，人类社会在更广阔的范围内实现了更高的资源配置效率。在全球竞争日趋激烈的今天，金融体系资源配置的效率，对一个国家的

核心竞争力有重大的影响。

历史经验表明，以华尔街为代表的美国资本市场依托于美国的实体经济而发展起来，而美国的实体经济的增长同样也离不开华尔街，两者的良性互动创造出了经济史上的奇迹。根据 2004 年美联储数据，美国资本市场中的股市市值达到 17.2 万亿美元，占美国 GDP（12 万亿美元）的 143%；美国债市市值达到 36.9 万亿美元，占到美国 GDP 308%，两者的总规模已远远超过美国的实体经济。

华尔街的历史几乎是和美国建国和纽约建市同时开始的。在美国崛起的过程中，不同的历史时期，华尔街承担了不同的历史使命。在美国十九世纪上半叶，新生的资本市场立刻成为大规模运河和铁路建设的重要融资渠道，使得美国这个地域广阔、运输不便的新兴国家迅速整合成为一个一体化的经济实体；在决定美国命运的南北战争中，北方的联邦政府有效地利用了华尔街发行战争债券，从经济和财政上击垮了南方，奠定了胜利的基础；在十九世纪末期开始的美国重工业化浪潮中，华尔街为美国在从钢铁到化工等各个领域迅速超越欧洲强国提供了源源不断的资金，其自身也在这个过程中扩大了规模和影响。第一次世界大战（1914 - 1918 年）前后，纽约股票交易所一举成为世界上规模最大的交易所，同年，纽约取代伦敦成为世界第一大金融中心。而在历史的同一瞬间，美国超越英国成为世界第一强国（1913 年，美国人均 GDP 首次超过英国）。这三个事件发生在历史的同一瞬间，这一发人深省的历史事实再清楚不过地表明了在现代经济中虚拟经济与实体经济之间高度的协同性，也证明了资本市场在美国超越欧洲列强的过程中所起到的决定性作用。

三、资本市场是当今世界创新型经济的发动机。国际资本的流向与资本市场的竞争力，将成为新世纪大国博弈的战略制高点。

当历史翻过一页，进入到二次世界大战之后的和平发展时期，美国、欧洲和日本都经历了战后经济恢复性高速增长，这是由于战争时代被严重抑制的民用需求得以释放，拉动了以初级消费为主的经济成长。但是，在经历了二十多年的粗犷式的发展之后，从七十年代开始，初级消费达到饱和，经济增长乏力，包括美国在内各个西方主要发达国家无一例外地出现了“滞胀”的现象。由于金融改革严重滞后，资本市场的发展落后，金融体系缺乏弹性，德国、日本等国的经济在取得短暂辉煌之后，开始了长时间的持续衰退，至今未能走出低增长的困境。

从七十年代末期开始，美国则依靠资本市场的推动成功地实现了经济转型，走出了这一困境，一轮一轮的高科技浪潮帮助美国经济成功地实现了产业升级。过去的三十年中，在世界范围内，几乎所有的高科技产业都无一例外从美国本土兴起，今天，美国仍然引导全球高科技产业的发展，而很多其他国家包括一些发达国家都只是在跟踪或模仿美国而没有自主创新的能力。

为什么如此众多的高科技产业是在美国兴起？它的发现机制和创新机制是什么？为什么美国的高科技公司如微软、雅虎等能够迅速地在全球占到领先地位？除了技术优势，其迅速扩张的资本从哪里来？我们探究这些问题时，会发现问题的答案都离不开资本市场。美国得以近几十年里在包括高科技产业等经济领域保持巨大的优势，是依靠一个以资本市场为核心的技术与资本相结合的强大机制。也就是说，与其说美国的高科技产业是美国经济持续增长的原因，不如说美

国的高科技产业是美国资本市场有效运行的结果。而日本等国在反省上个世纪九十年代经济发展的失误时，都无一例外地认识到，一个缺乏强大资本市场的金融体系使得经济泡沫的出现和破灭都成为必然。

以硅谷和华尔街为代表，美国形成了以科技产业、风险投资和资本市场联动的一整套发现和筛选机制。1971年英特尔公司、1980年苹果公司到1986年微软和甲骨文公司上市，奠定了美国计算机行业在全世界的垄断地位；1990年思科公司和1996年朗讯公司的上市，推动了美国通讯行业迅猛的发展；1996年时代华纳公司、1996年的雅虎公司、1997年的亚马逊公司和2004年Google公司上市使得美国成为网络科技行业当仁不让的“超级弄潮儿”。这样的例子在半导体、生物制药等其他高科技行业中也是俯拾即是。在知识经济时代的今天，资本市场的优势发挥得淋漓尽致。资本市场将知识和经济紧密地结合起来，推动着科技产业的飞速发展，使美国在当今激烈的国际竞争中，在具有战略意义的科技领域里始终保持着领先地位。与此同时，在过去的十几年内，从欧洲、日本到很多发展中国家，都无一例外地认识到资本市场在现代经济中举足轻重的作用，并把发展资本市场作为健全金融体系的首要任务。

研究世界经济发展的历史，我们会发现一个值得深思的“阿根廷现象”。100年前，阿根廷的人均GDP与美国处在大致可比的水平（据OECD经济学家麦迪逊的估计，在1913年，阿根廷的人均GDP为美国的74%），当时很多欧洲人选择移民或投资时会选择阿根廷而不是美国。从自然资源来说，阿根廷也并不逊于美国。可以说，在某种意

义上，100年以前的阿根廷与美国是处在大国崛起的同一个起跑线上的。而不到100年之后，阿根廷与美国已经无法相提并论。美国依托于以华尔街为代表的一整套创新机制的推动成长为了世界经济第一强国，而阿根廷则沦为南美最贫穷的国家。这其中固然也有很多社会和政治方面的原因，但从经济制度建设的角度来讲，阿根廷未能抓紧机遇，建立起以一个强大的资本市场为核心的经济可持续发展机制，使其在发展的过程中后继乏力，无疑是它在大国博弈中最终落败而未能崛起的一个很主要的原因。事实上，资本市场已经成为新时代大国博弈的制高点。

四、坚定不移地推动我国资本市场的发展，为中国经济的崛起提供可持续发展的动力

历史反复证明，资本的流向先导于一个国家的经济起飞，而一个国家要真正崛起，在很大程度上决定于其金融体系的效率和资本市场的发达程度。今天，站在起飞跑道上中国，如何借鉴近百年的世界博弈史，把握机遇，迅速建立起一个强大、高效的资本市场，为中国的经济起飞提供可持续的动力，是我们现阶段最重要的任务之一。

我国自改革开放以来，经过二十多年的发展，初级消费带动的增长也已经发展到了一个相对饱和的阶段。居安思危，如何创造一个机制，这个机制能够支撑中国经济在未来几十年的持续增长，能够不断地发现并推动新的经济增长点，并引导中国经济不断向高附加值的产业升级，是一个迫在眉睫的问题。比较和借鉴世界各国的经验和教训，

我们必须把资本市场的发展放到加速中华民族伟大复兴这样一个战略高度来认识。

中国的资本市场，经过了十几年的发展，取得了举世瞩目的巨大成绩，成长为全世界最大的新兴市场。但是，与支撑中国经济起飞的战略目标相比仍然有很大差距，尤其是把中国资本市场放在全球竞争和**大国博弈**的背景下，挑战则更为严峻。例如，经过十几年的发展，我们的市值达到了近十万亿人民币，而美国的资本市场仅通用电气一家上市公司的市值就有3万亿人民币。与此同时，过去几年，大量优质的中国公司到国际资本市场融资而国内大量金融资源严重浪费，对中国资本市场的国际竞争力提出了严峻的挑战。为应对挑战，我们必须继续采取积极措施，推动各项改革和制度性建设，促进资本市场又好又快地发展。

发展我国资本市场，首先需要政府各个部门对资本市场在我国经济起飞中能够和将要起到的作用有明确和统一的认识，在有关资本市场的很多关键问题上加强协调，并在包括税收等相关政策上予以坚定不移的支持；其次要继续深化资本市场的各项改革措施，进一步推动包括发行体制在内的各种审核和监管方式向市场化方向迈进；不断扩大包括股市和债市在内的资本市场规模，提升直接融资比例，丰富交易品种。同时要加大对外开放力度，逐步增加我国资本市场和金融机构的国际竞争力。

五、我国资本市场具有广阔的发展前景，并将为我国经济的持续增长与和谐社会的构建做出重要贡献。

随着以股权分置改革为核心的一系列资本市场市场化改革和制度性建设措施的实施，中国资本市场进入了一个崭新的发展阶段，面临着广阔的发展前景。

首先，随着更多的市场化改革措施的出台，市场会出现更多的金融创新产品；而随着“A+H”模式的确立，也有更多海外上市的大盘蓝筹股陆续“回归”，发行机制的进一步完善，也将使得更多代表中国经济成长性的企业走向资本市场，资本市场的规模将有更大的增加。

其次，从市场中长期的发展来看，中国资本市场将踏上“从繁荣走向成熟”之旅，确切地说，随着各项机制的完善，中国资本市场将从近期的繁荣走向长期可持续发展。中国资本市场的光明前景，是由中国资本市场的“基本面”和明确的市场化改革方向决定的。

第三，可以预期，中国资本市场在中国经济中的重要地位将更加凸现。资本市场通过其资源配置机制的发挥，将成为促进经济结构调整和转型的重要平台。在中国资本市场这个平台上，创新型企业将实现对于发达国家高科技领域的追赶，并购和重组等市场筛选机制将创造出真正意义上的世界级企业。而当资本市场变得非常强大的时候，中国大部分的金融资源将以市场化方式进行配置，中国经济也会因而变得更加安全和富有弹性。

第四，随着经济的持续快速发展和资本市场的不断完善，我们可以预见，资本市场的财富效应也将逐步显现，为中国社会的养老和社会保障的体系做出应有的贡献；同时，通过资源配置功能的发挥，资

本市场还能够拉动落后地区的发展，促进技术的扩散和转移，并支援社会主义新农村的建设。也就是说，资本市场通过其创造的公平竞争、共同致富的平台，将在中国的和谐社会建设中发挥不可替代的作用。

经过十几年的发展，中国资本市场已经成为全世界最大的新兴市场；未来若干年中，中国的经济发展将为一个潜在的巨大的本土资本市场提供坚实的基础，而中华民族的伟大复兴也期待着一个强大的资本市场的推动和支持。在世界的东方，中国资本市场完全有可能成长为国际资本市场体系中重要的一极，并通过实体经济与虚拟经济的协同发展，成就一个大国经济的崛起。

*（本文原发表于 2005 年《当代金融家》，经作者稍作修改后重新发表）