



# 蒋飞：市场的信心来自于改革的决心



文/意见领袖专栏作家 蒋飞

## 核心观点

中国正处于经济转型的关键时期。中国资本市场对经济的长期健康发展起到关键性作用，目前从股票综合指数和资本化率来看，中国资本市场大概处于美国资本市场 25 年前的水平，A 股正是处于大发展的前夜。以美国为鉴，九十年代美国进入信息技术快速发展的时代，而推动其信息技术快速发展的主要力量就是资本市场。对于目前的中国来说，虽然信息技术还未成为第一大产业，但已经处于增长的前夜。

美国金融市场改革为信息技术发展提供了体制保障。80 年代起，美国进行了一系列金融改革，包括：1) 取消利率管制；2) 垃圾债券、杠杆收购、大规模兼并收购；3) 共同基金成为主要资金方。由此，美国高效的资本市场成为了其主要融资渠道，推动了信息技术的发展。

中国市场期盼科技革命，也期盼经济体制改革。中国正加速向科技创新强国迈进，支持科技发展的体制性保障同时也在向前推进。我们认为应允许市场通过优胜劣汰、兼并收购的方式产生大而强的金融机构和跨国企业，以提高整体经济效率。并通过共同基金的方式进行更高效的投资和资源配置，通过“用脚投票”的方式筛选出代表未来的科技创新方向和产业发展方向，实现我国所倡导的“高质量发展”目标。



## 1

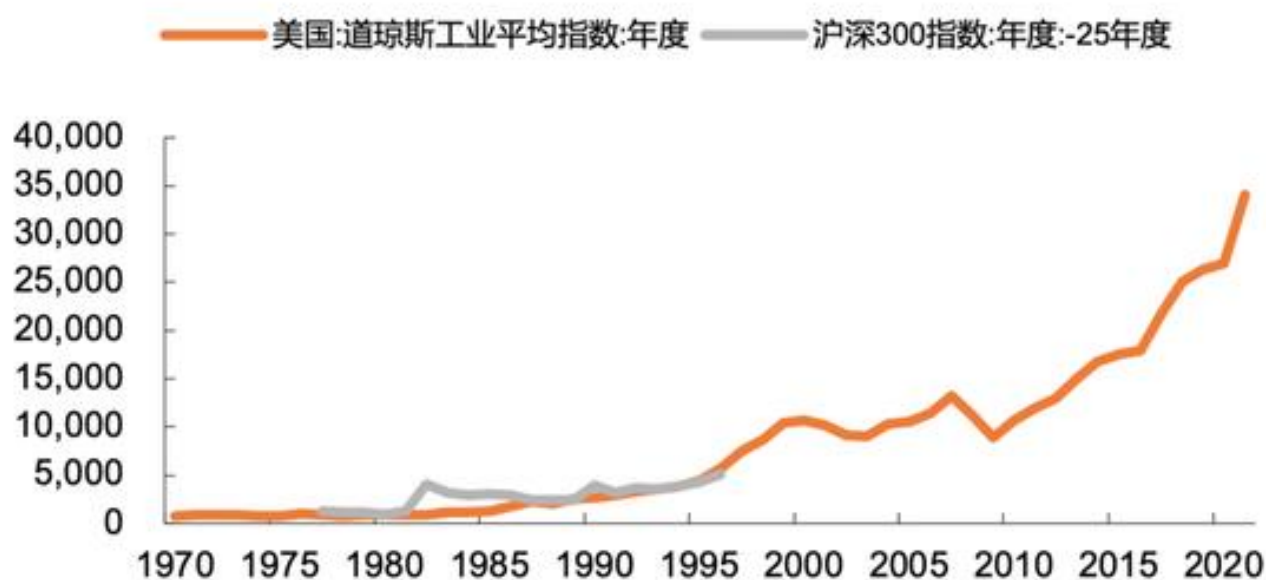
## 中国正处于经济转型的关键时期

中国资本市场对经济的长期健康发展起到关键性作用。它可以对未知的风险进行定价，对经济结构转型和产业升级，特别是科技创新，提供一个激励相融的机制。它能够形成风险共担、利益共享的机制。中国资本市场促进了我国经济结构转型升级，实现创新驱动和高质量发展；建设了现代金融体系，深化金融供给侧结构性改革，推进了国家治理体系和治理能力现代化。我们国家要实现从要素驱动、债务驱动向创新驱动、效率驱动来发展经济，就必须加快资本市场的发展。

中国资本市场正处于大发展的前夜。目前，中国的股票综合指数和资本化率（市值/GDP）与 1997 年的美国相当。比如 2021 年沪深 300 指数

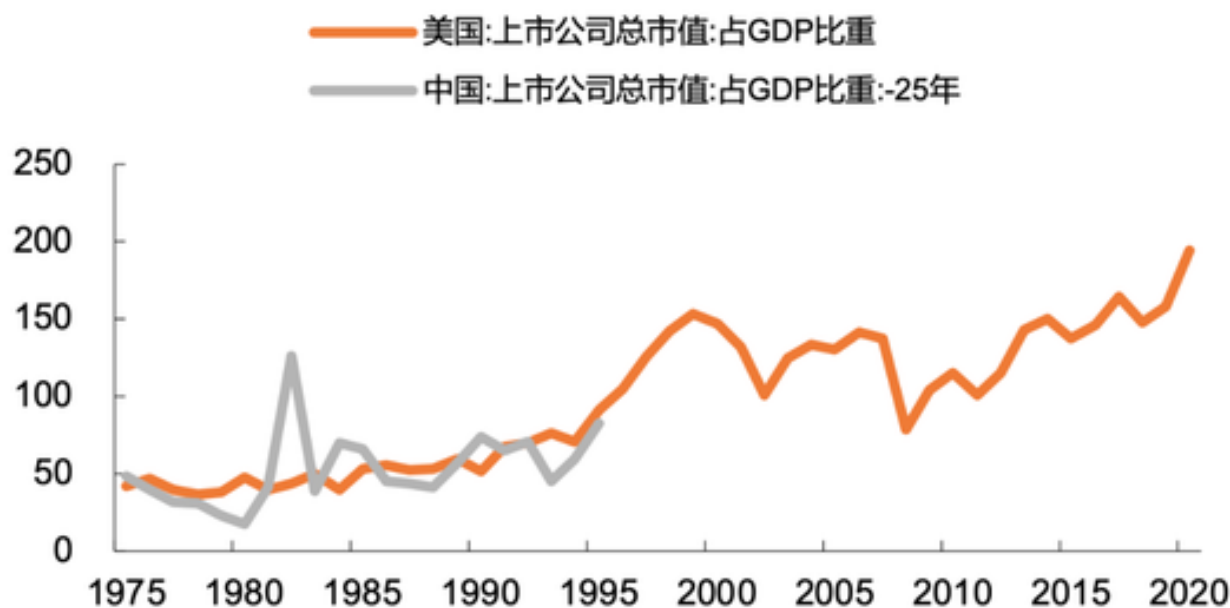
均值为 5098，1997 年道琼斯工业指数均值为 5740；2021 年 A 股市值/GDP 均值为 80.1%，1997 年美国为 105%。从较长的时间跨度来看，两者几乎处于同一水平，A 股还处于大发展的前夜。

图 1：中美股票指数



资料来源：WIND，长城证券研究院

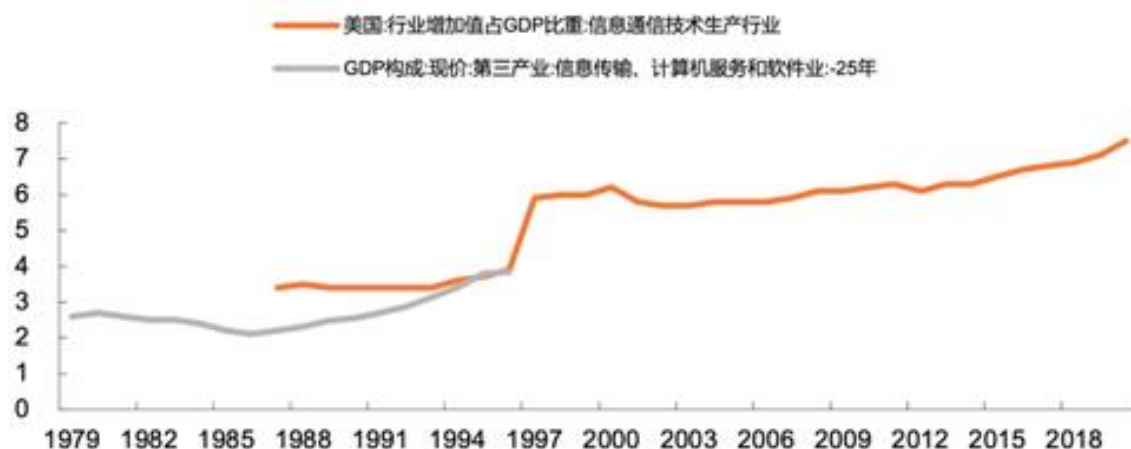
图 2: 中美资本化率 (%)



资料来源: WIND, 长城证券研究院

九十年代美国进入信息技术快速发展的时代。1991 年, 第一个连接互联网的端口是在美国大学开发出来的; 1993 年美国政府制订并实施了“信息高速公路计划”, 从宏观上勾画出美国信息技术产业发展的基本框架; 1995 年, 网络商业化的元年, ebay 和亚马逊也在这一年成立; 1996 年, 国会通过了“1996 年电信法案”, 允许并鼓励不同电信企业以及电信、有线电视和因特网服务业务进行交叉渗透与合并重组, 由此信息技术成为美国第一大产业; 1998 年, 谷歌成立。信息技术的快速发展促使美国经济进入快车道, 甩开日本和德国。而这一过程中, 推动美国信息技术快速发展的主要力量就是资本市场。

图 3: 中美信息技术产业占 GDP 比重 (%)



资料来源: WIND, 长城证券研究院

美国资本市场推动创新技术发展。创新类产业的发展和商业化, 离不开风险投资资金的支持。根据美国国家风险资本投资协会的年度报告, 风险资本的投资数额从 1991 年至今一直在稳步攀升。1995 年信息技术行业吸引的风险资本占当年全部风险资本的 47%, 1996 年这一比例为 60%, 1997 年上升到 62%。通过资本市场实现风投的进入及退出、对接风险项目和风投资金的这种模式, 不可避免地会制造出泡沫——2000 年互联网泡沫破裂。但我们不能因噎废食, 因为泡沫破裂之后, 互联网技术的发展和商业化的脚步并未停止, 在随后的几年中, YouTube、Twitter 和 Iphone 相继出现并开始在全球范围内风靡。

中国正处于信息技术发展的快车道。无论是新能源车、清洁能源还是 5G、量子科技, 都在快速发展。但推动创新业务发展的资本市场主要在美国或中国香港, 这些成为中国独角兽的企业有字节跳动、阿里巴巴、美团、

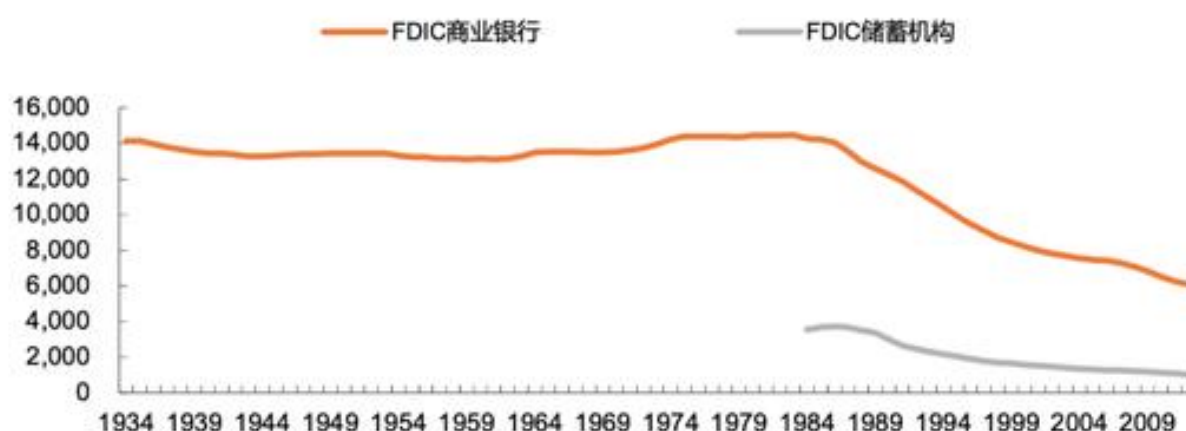
腾讯、京东等。虽然中国的信息技术还未成为中国的第一大产业，但目前已经处于跳跃式增长的前夜。中国想要走上依靠创新驱动的高质量发展之路，必然需要信息技术的持续快速发展。

## 2

## 美国金融市场改革为信息技术发展提供了体制保障

金融改革之一：取消利率管制。美国于 1980 年通过《利率去管制化立法》(Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act)；并于 1986 年取消所有存款利率上限。在完全市场化的背景之下，美国银行业出现了激烈竞争。美国储贷协会会员数量从 1986 年的 3728 家下降至 2012 年的 1015 家，商业银行数量从 1984 年的 14261 家下降至 2012 年的 6087 家。整个 90 年代美国银行业开始大量兼并，在储贷危机之后各大银行积极投入到兼并浪潮中。

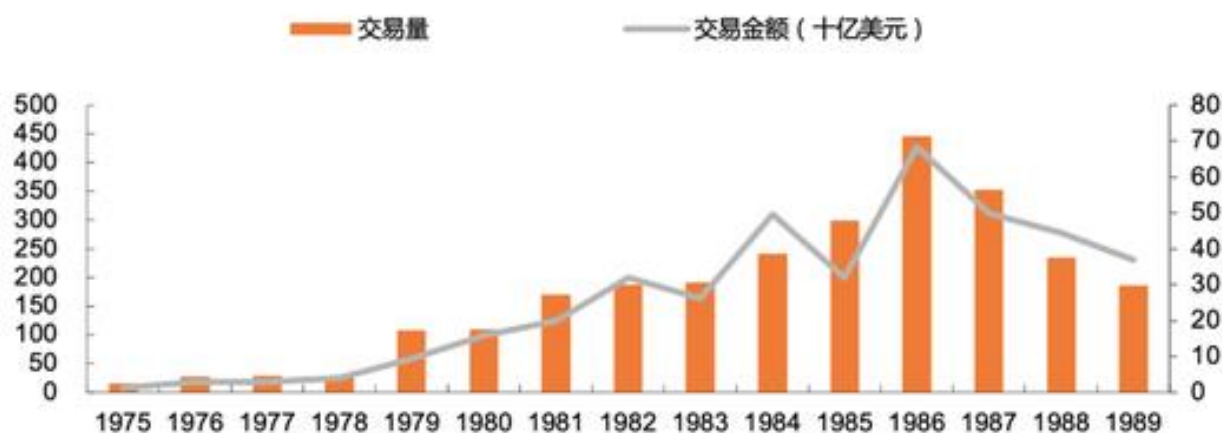
图 4：1934-2012 年 FDIC 商业银行&储蓄机构数量变化



资料来源：FDIC、长城证券研究院

金融改革之二：垃圾债券、杠杆收购、大规模兼并收购。这些是美国80年代股票市场发展的重要特征。1977年，美国的垃圾债券诞生；1985年，高收益债券占全部发行债券的20%，推动了当时兼并收购的浪潮。进入90年代，银行业进入到兼并收购浪潮。

图 5: 1975-1989 美国兼并收购交易活动数量及交易金额



资料来源: The Deal Decade Handbook(1993)、长城证券研究院

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_39721](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_39721)

