



贾康：更好发挥资本市场和直接金融作用助力高质量发展



意见领袖 | 贾康

本文系贾康先生在 2022 中国资本创新（成都）峰会上的发言
(2022.11.22)。



谢谢主持人，尊敬的到会各位领导，各位嘉宾，各位朋友，大家好！
很荣幸有这个交流机会，我结合着我们这一次活动的主题，把自己的发言
确定为这样一个题目，就是更好发挥资本市场作用，助力经济高质量发展，
我想从三个层次谈一下自己作为研究者的基本看法。

第一个层次要特别地谈一下怎么认识中共中央二十大的政治报告明确

提出的“构建高水平社会主义市场经济体制”，在这个导向之下，我们亟需推动资本市场的完善，使之更好地发挥作用。资本市场是长期的资金市场，它是我们要完善和构建高水平发展状态的社会主义市场经济的重要组成部分。在一般的学术性表述上讲，证券市场作为股票、债券、投资基金等 有价证券发行和交易的场所，是我们所称的资本市场的主要的部分和典型的形态。当然，在实际生活中，在比较规范的形式旁边，我们也要注意 到还有相对来说层次丰富的规范程度不同的更多一些探索和创新发 展。

在改革开放以来，特别是邓小平南方谈话而确立社会主义市场经济目标模式之后，资本市场在中国得到了多轮发展，公募概念之下的股市有了它的多层次的基本特征，从一开始的主板，到后面的二板-创业板，新三板，区域板块，等等，新近大家注意到了又有北交所，主要面对专精特新企业提供直接融资，丰富了我们资本市场在股市概念下的多样性。还有债券的市场也有一定的发展，私募的直接融资机制也有不少进展和进步。但是我们也 要注意，总体而言，中国市场经济的发展还在完善过程中，我们还必须正视资本市场概念之下它的不成熟之处，不规范之处，也就是我们必须针对着不适应新时代高质量发展要求和构建高水平社会主义市场经济体制要求的问题，而在“问题导向”之下要争取通过制度创新，结合管理创新和技术创新，来提供更好的资本市场上的制度有效供给。在直观的感受上来说，我们必须承认，中国的股市的发展，还是有很多需要我们去进一步解决的问题，这么多年熊长牛短、低迷不振的特点，是在困扰着我们的，也无可否认存在着一些内幕交易的危害，我们要继续克服这样一些问题。

中国的债市，如果看到它的问题方面，要特别注意到真正货真价实的那种企业债，虽然很早就登上历史舞台，但这些年它的发展还是难以成气候，难以发挥意愿中间的作用，倒是和政府背景相结合的城投债，成为中国债市主要的发行品种，这也是有一种无奈之处：我们做研究者也注意到，在上个世纪就有企业债，是按照比较合乎市场主体那样一个直接融资需要的登堂入室，但是这样的直接融资方式它后面的风险因素一旦体现出来之后，却出现了在中国非常敏感的经济问题的社会化，甚至政治化，即在发行债券的企业不能达到原来的盈利目标，在还本付息时出了问题情况之下，投资者、购买者们并不是愿意就按照一开始的合同去解决最后清算的问题，而是作为“苦主”跑到市政府、地方政府门前静坐去了，这带来了管理部门很大的压力。所以，我们知道以后就变成批准货真价实的企业债是相当审慎的，反而感觉地方政府实际上来按照自己的意图可以操纵的城投债很安全，没有多少风险，这变成了我们现在看到的中国债市上发行情况的一个主要特征。

还有中国基金的发展，我们也要注意，在这些年虽然有长足进步，但是多少年前就知道市场经济有国际经验的共同基金，在中国的发展还是有种种需要克服的困难和问题。我们的经验还不足，在整个市场表现出一些低迷情况的时候，我们这些基金应起到的稳定性作用似乎不到位，反而也会成为在这里面增加波动的一种参与的因素，这也是和我们的意愿相违背的。

怎么样总结和积累经验，提高水准，显然我前面提到的几个视角，都涉及到资本市场建设--我们要积极考虑怎么样更好地让它按照完善社会主义市场经济的客观规律，来进一步推进制度建设，克服弊端，更好发挥作用。

第二个层面，我想把相关联的一个重要的观察点更展开一些向各位来做一个交流，就是我认为结合着更好发挥资本市场作用，我们要进一步认识，在中国提高直接融资比重所密切关联着的我们现在要特别追求的高质量发展。

在中国社会主义市场经济的市场发育、金融深化过程中间，应该讲历史上的种种因素，决定了我们是需要从间接金融为主来切入的。上个世纪80年代当时我还被称为中青年经济学研究者，我就注意到有关于中国的金融改革如何推进的很多讨论和争议。那时大家一般都认为首先要学习银行体系，首先要在间接金融这方面来改变过去传统体制下我们的金融严重不发达的状态。那么自然而然跟着的就是央行体制确立，工农中建开始作为专业银行，已经称为商业性金融机构，以后更多的银行和金融机构在中国涌现出来。企业方面当然就得到了这种间接融资的非常必要的、对他们来说非常宝贵的支持。实际生活中当然也有例外，比如像“老干妈”这样的企业很有意思，自己在市场上形成一定影响之后靠他的品牌效应和他可以迅速扩大的产能，能坚持不贷款、不上市，就是靠自己产品在市场上实际的吸引力作用，使很多的进货商到他那儿以交钱提货走人的方式扩张发展，

使他的现金流规模不断提升，滚雪球式地完成一个创业成功过程以自己有限资本的投入而迅速扩张，把规模做大，以至走向世界。我们现在可以知道在美国、欧洲、日本的市场上，老干妈的产品都是登堂入市的，超市里都有它的系列产品--但是这种特殊的情况，其可复制性很低，大量的其他的企业，不可能简单模仿他这种模式就发展起来了，创业创新的过程中，便一定要对接着有限的资本金怎么得到更多的融资投资支持这个问题。

我们再回过头来看一下我前面说到的 80 年代就注意发展的贷款方式
间接融资：它的实际的运行模式比较直观地看，有一个道德压力，就是银行他们所用的贷款这个资金来源，是所谓老百姓的血汗钱，通过吸储取得资金来源，再运用吸储得到的资金作为主要的资金来源支持着它的贷款发放，那么所谓道德压力就是千万不能在后边出现这种资金运用中间的损失。于是风控的责任，以后就合乎逻辑地落到了“责任终身追索”，风控环节签字者一辈子都必须给你签下的这单贷款承担责任，以后出现了呆账、坏账损失，这个责任是逃不掉的，哪怕你已经换了岗位，你已经变了身份等等，这叫终身追索的压力。这个压力当然有道理，但是同时就带来一个它的局限性 就具有的企业界人士抨击的“银行的当铺思维” 必须要有抵

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_49266

