

· 国际经济 ·

# 改革开放以来我国资本市场 发展回顾与展望

刘翔峰 胡 飞 荣 晨 徐 鹏

**摘要：**我国资本市场是社会主义市场经济体制的重要组成部分，是不断学习和自我完善的发展过程。通过自上而下的顶层设计，尊重市场经济规律，积极引导社会储蓄转化为有效投资，在促进所有制改革、产业转型升级和技术创新等方面发挥着重要作用，成为金融体系和我国市场经济体制的重要组成部分。由于市场经济的制度环境发展不充分等原因，当前资本市场制度缺陷带来的风险日益显现，已成为制约市场竞争、制约要素资源优化配置的关键环节之一。要根据建设创新型国家的战略要求，按照统一开放竞争有序的目标，系统推进资本市场改革，坚持创新与监管并重，加快向法制化、国际化方向迈进，全面建设面向世界、高效配置要素资源的现代资本市场。

**关键词：**资本市场 市场经济 体制改革 均衡发展

**作者简介：**刘翔峰，国家发展改革委市场与价格研究所研究员；

胡 飞，国家发展改革委市场与价格研究所博士；

荣 晨，国家发展改革委市场与价格研究所博士；

徐 鹏，国家发展改革委市场与价格研究所博士。

我国资本市场伴随市场经济体制改革进程逐步发展，已成为中国特色社会主义市场经济体制的重要组成部分。资本市场是货币、债券、股票、住宅及其他形式资本的交易

场所。<sup>①</sup> 资本市场的健康发展对于加快完善现代市场体系、拓宽企业和居民投融资渠道、优化资源配置、促进经济转型升级具有重要意义。根据我国资本市场发育程度，本文针对较为成熟的资本市场进行阐述，所论述的资本市场主要包括股票市场、债券市场和外汇市场。目的在于对处于市场经济体制改革核心的资本市场进行分析，考察其发展历程、建设成就和制度贡献，阐述在新时代创新型国家战略要求之下的资本市场深化改革的必要性和面临的严峻挑战，并提出其未来发展的思路和政策建议。

## 一、我国资本市场改革发展的历程

40年的改革开放是我国从计划经济向市场经济转型的过程，我国资本市场也经历了从萌生到全面发展的四个阶段。

### （一）1978—1989年：资本市场萌生阶段

随着改革开放的帷幕逐渐拉开，资本市场应运而生。一是以国企股份制改革为契机开启股票发行。20世纪80年代初，我国确立了以“股份制”放开搞活城市集体企业和国营小企业的改革方向，许多城市先后开始股份制试点，股票的一级市场开始出现。由于流通需求强烈，股票的柜台交易开始在各地出现，二级市场雏形初现。二是以满足资金周转需要为目标开启债券发行。改革开放的顺利推进离不开资金的支持，而发行债券成为优化配置闲散稀缺资金、集中力量办大事的重要手段。在这一阶段，国债、企业债以及金融债均先后开启发行，以流通变现为目的的自发交易也已私下在各地展开。三是以调剂外汇头寸为初衷开启外汇交易。为支持国家集中使用现汇资金，缓解外汇资金短缺困难，我国从1979年起实施外汇留成制度，银行结售汇头寸受到严格管制，当日盈余或不足部分必须及时抛补，为此先后在深圳和上海设立外汇交易所和外汇调剂公开市场。这一阶段，中国人民银行作为唯一金融监管者执行金融监管职能，形成了统一监管体系。

### （二）1990—2002年：资本市场形成阶段

统一的证券市场开始形成。一是上海证券交易所和深圳证券交易所均于1990年成立

---

<sup>①</sup>早期金融理论以一年期为界，将金融市场划分为货币市场和资本市场。但随着掉期、期货、期权等金融创新突飞猛进，20世纪90年代以后很难根据期限来判断金融行为的性质。例如，一个购买了10年期债券的投资者可能一个月后就将该债券卖出。联合国也在1993年新修订的《国民经济核算体系（SNA）》中，对金融交易淡化了以期限作为基本分类标准的重要性，即金融发展使得货币市场、资本市场乃至银行信贷市场等边界划分已失去实际意义。因此，许多学者不再用“货币市场”概念，而用“资本市场”来替代金融市场，资本市场有了宽口径和窄口径的划分。更多信息可参考王国刚：《资本市场内涵、功能及在中国的发展历程》，《债券》2015年第5期。

并开始营业，标志着我国资本市场从此扬帆起航。二是 1990 年证券交易自动报价系统（STAQ）落成并投入使用，大大促进了国债的地区间交易，债券的柜台交易市场正式形成。三是 1994 年我国进行外汇管理体制改革，取消双重汇率制，人民币官方汇率与市场汇率并轨，实行以外汇市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制，银行间外汇市场正式运营，中国外汇交易中心成立。这一阶段，中国人民银行、证监会、保监会、银监会的“一行三会”分业监管格局基本形成，金融监管体系由统一监管走向分业监管。

### （三）2003—2013 年：资本市场规范发展阶段

2003 年《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》（即“国九条”）出台，提出了推进资本市场改革开放和稳定发展的指导思想、任务及相关政策，成为资本市场建设的纲领性文件，对于大力发展资本市场具有里程碑意义。<sup>①</sup>

多层次资本市场建设取得实质性进展。股票市场方面，中国证券业协会于 2001 年设立代办股份转让系统，以承担退市公司的股票流通转让功能。随后，中小企业板和创业板先后上市，新三板也由地区试点走向全国扩容。同时，2005 年启动股权分置改革，实行同股同权，为大型企业上市奠定了基础。债券市场方面，市场品种不断丰富，出现可转换公司债、银行信贷资产证券化等新品种，债券托管体系和交易系统等基础设施建设不断加快。汇率市场方面，2005 年开启人民币汇率形成机制改革，人民币汇率不再盯住单一美元，而是按照对外经济贸易的实际情况，选择若干主要货币组成货币篮子，以市场供求为基础，参考一篮子货币计算人民币多边汇率指数的变化，对人民币汇率进行管理和调节，维护人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。加入世界贸易组织（WTO）之后，为增强业务竞争力，金融进入混业经营，但在分业监管体系下，容易出现监管真空或重复监管。2003 年银监会、证监会和保监会正式签署《在金融监管方面分工合作备忘录》，此后还建立了由中国人民银行牵头的金融监管协调部际联席会议制度。

### （四）2014 年至今：资本市场全面深化改革阶段

2014 年，国务院发布《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》（简称新“国九条”）。这是资本市场改革新的纲领性文件，提出加快建设结构合理、功能完善、规范透明、稳健高效、开放包容的多层次资本市场体系。<sup>②</sup> 多层次的资本市场基本建立。从 1990 年沪、深两个交易所开办至今，已经形成了沪深主板、中小板、创业板、三板（含

<sup>①</sup> 国务院：《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》，国发〔2004〕3 号。

<sup>②</sup> 国务院：《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》，国发〔2014〕17 号。

新三板)市场、产权交易市场、区域性股权交易市场、债券市场、外汇市场、期货市场等多种交易平台,构建起了多层次的资本市场结构。股票与债券市场改革得到持续推进,直接融资比重稳步提升。汇率改革不断深入。2015年8月,央行启动新一轮汇率改革,宣布进一步完善人民币汇率中间价报价,人民币汇率逐步与美元脱钩,外汇储备管理制度不断完善,外债和资本流动管理体系日益健全。随着金融混业经营深入发展,跨市场、跨行业、跨地域的交叉性金融产品不断涌现,金融风险更具复杂性和传染性。2017年金融稳定和发展委员会(简称“金稳委”)成立,2018年银监会和保监会合并组建中国银保监会,我国进入了金稳委、人民银行、银保监会和证监会“一委一行两会”主导金融综合监管时代。

## 二、我国资本市场改革发展的成就与经验

我国资本市场在改革中创新,将自上而下的制度设计和市场博弈均衡有机结合,成就巨大,已跻身全球第二大资本市场,发挥了促进资本形成、发现价格、管理风险、配置资源等重要功能,对我国市场体系建设产生了巨大推动作用。

### (一) 我国资本市场改革发展取得了令人瞩目的成就

#### 1. 资本市场快速成长,规模位居全球第二

股票市场快速成长。股票市场作为国民经济的晴雨表,其市值占国内生产总值(GDP)比重可以作为衡量股票市场在国民经济中地位的重要指标。我国股票市值占GDP比重呈现逐步升高的态势,2017年这一比重为76.4%,美国、日本的比重分别为147%和100%。从总市值看,我国股票交易所市值(不含港澳台)居世界第二,仅次于美国;上交所和深交所已跻身世界证券交易所的第四和第六位。

债券市场发展迅猛,规模位居世界第三。债券市场规模从2000年到2016年增长44倍(见表1)。到2017年,债券发行量达到40.39万亿元,债券存量达74.14万亿元,仅次于美国和日本。<sup>①</sup> 债券品种除国债、金融债、央票、企业债等传统产品外,还陆续推出一般性金融债、商业银行次级债和混合资本债券、质押式回购、买断式回购等新产品。债券结构持续优化,企业债和金融债占比迅速上升,2016年分别达到23%和51%。<sup>②</sup>

<sup>①</sup>《径山报告》课题组:《中国金融开放的下半场》,中信出版社2018年版。

<sup>②</sup>中国人民银行:《中国金融稳定报告》,2017年7月。

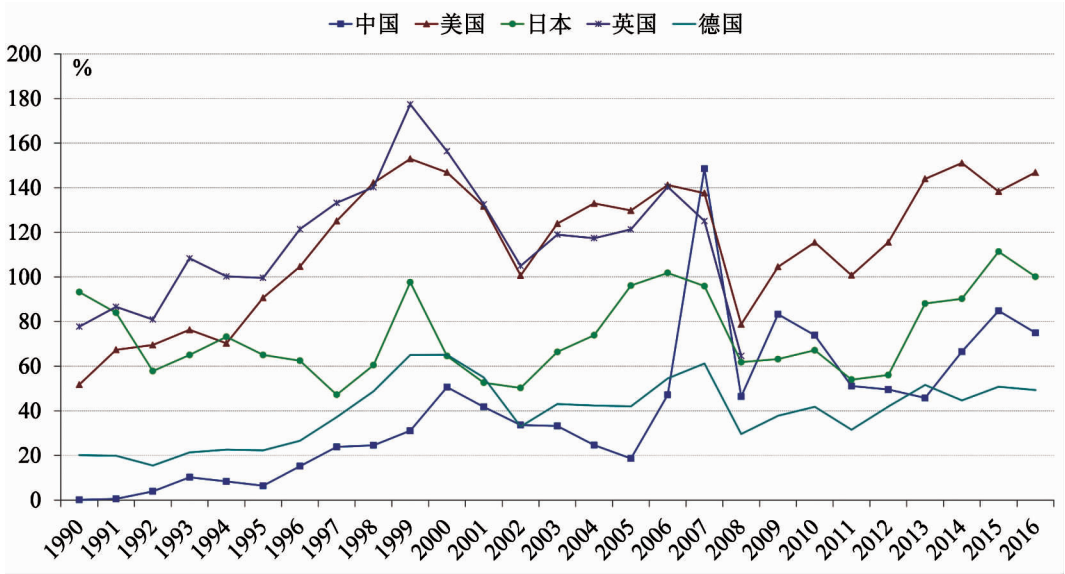


图 1 1990—2016 年各国股票市值占 GDP 的比重

数据来源：Wind。

表 1 部分国家债券市场规模与增长情况

单位：亿美元

	2000 年	2016 年	2016 年比 2000 年增长 (%)
中国	2023	91786	4437
美国	146503	358223	145
日本	65715	116650	78
英国	6955	28675	312
法国	10376	25630	147
韩国	3540	17200	386

数据来源：国际清算银行 (BIS)。

外汇市场产品体系不断丰富。目前我国外汇市场已具有即期、远期、外汇掉期、货币掉期和期权等基础产品体系，与国际外汇市场产品比重相似，基本满足了各类市场主体的汇率风险需求。2017 年，我国外汇市场人民币对外汇交易各类产品累计成交 24.1 万亿美元，较 2002 年增长 43 倍，其中衍生品交易的比重由 2002 年 0.7% 增长至 2017 年 60%。外汇市场深度和广度不断扩展，为推进汇率市场化改革和支持市场主体适应汇率双向波动提供了有力保障。

## 2. 金融资产迅速增长，新财富分享机制初步形成

随着多层次资本市场建设有序推进，资本市场逐渐成为推动经济发展、产业升级和创新驱动的利器，为促进居民资产配置多元化和财富增长发挥了积极作用。资本市场提

供了与经济增长相匹配的财富成长机制，建立了一种人人可以参与财富的分享机制，现在即使是一些退休的老大妈因为炒股票都开始特别关心消费者价格指数（CPI）等经济指标。通过参与资本市场关心经济和社会发展，而全民参与将继续深化我国市场经济改革的方向。

### 3. 直接融资比重逐年提高，资本形成能力逐步增强

资本市场具有促进资本形成、资源优化配置和分散风险的功能，在价格发现、风险分担、激励创新等方面具有独特优势。在 40 年历程中，直接融资占社会融资比重逐年提高，资本市场服务实体经济能力逐步增强（图 3）。截至 2017 年底，沪深两市上市公司达 3485 家，总市值 56.71 万亿元，流通市值 44.93 万亿元。新三板挂牌公司 11630 家，总市值 4.94 万亿元。2017 年全年共有 419 家企业实现首次公开募股（IPO），融资 2186 亿元，二者均居同期全球前列；新三板融资 1336 亿元。2017 年上市公司共完成再融资 8002 亿元，完成并购重组交易额达 1.87 万亿元。交易所市场发行债券 2433 只，共筹资 3.91 万亿元。全年新上市公司中高新技术企业占比近 80%。<sup>①</sup>

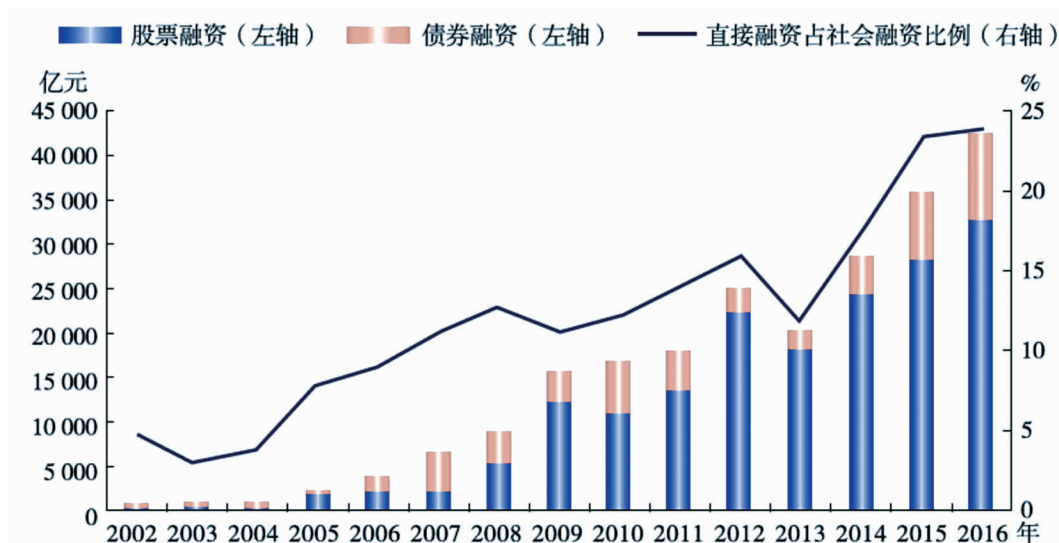


图 2 2002—2016 年非金融企业直接融资规模及占社会融资规模比例

资料来源：中国人民银行。

### 4. 双向开放稳步扩大，与国际金融市场不断融合

资本市场开放不断取得成效，外资金融机构数量和资产规模迅速增长，引入外资帮助我国金融机构改善了公司治理结构和经营能力。随着汇率和利率的市场化改革不断推

<sup>①</sup>杨毅：《多渠道发力提升资本市场直接融资能力》，《金融时报》2018 年 3 月 13 日。

进，资本账户可兑换的程度在逐步提升，外资在国内股市、债市、期货市场中都有一定程度参与，股市有合格境外机构投资者（QFII）持股，债市和期货市场有国外商业机构在交易，香港投资者有沪港通、深港通和债券通等通道。我国资本市场也在加快融入全球经济体系，2016 年人民币被纳入特别提款权（SDR），2018 年 3 月中国债券被纳入彭博巴克莱全球综合指数，2018 年 6 月 A 股被纳入美国明晟公司（MSCI）全球新兴市场指数体系。外资积极参与我国资本市场，不仅协调了我国资产与各国资产的相对定价关系，也改善和强化了我国资本市场的内在机制。<sup>①</sup>

## （二）我国资本市场改革发展的成功经验

1. 改革方位：始终坚持服务国家发展战略。资本市场是中国股份制改革与金融体制改革相结合的产物。资本市场在诞生之初就担负着发挥资金融通、服务国企改革的历史使命。在计划经济体制下，国家财政统一分配资金；经过市场化改革，企业开始从银行获取信贷资金。资本市场出现后，企业又可直接通过市场融资。近年新一轮国企改革加快，资本市场再次为国企效率提升与优势整合提供了重要平台。此外，债券市场的改革发展也长期服务于国家基础设施建设等政府融资需要，外汇市场改革发展则服务于保持汇率稳定和国际收支平衡等重要政策定位。

2. 改革取向：始终坚持金融服务实体经济。资本市场作为实体经济发展的晴雨表，市场化的资本市场是实体经济发展的重要支持和助推剂，发挥了资源配置功能，有力推动了经济结构优化转型，促进了科技创新。创业板自 2009 年 10 月底开板，上市公司已从 28 家发展到 710 家，2017 年总市值达到 5.13 万亿元，其融资规模增速、上市公司成长性等都明显优于主板市场。风险资本投资机制也极大地促进了企业科技创新，推动了现代企业制度建立。外汇市场则通过资本项目开放和汇率机制市场改革以及套期保值等工具不断推出，为出口企业和“走出去”的投资企业提供促进贸易发展的信贷工具、汇率的风险管理和增强风险对冲能力。

3. 改革方向：始终坚持市场定价引导资源优化配置。资本市场制度建设要借鉴国际成功做法，但每项改革必须牢牢立足我国国情。改革之初，为适应经济发展需要的同时保持经济稳定，资本市场长期实行“双轨制”，包括汇率双轨制、利率双轨制、股权分置导致的同股不同权等现象。这是立足国情下的改革创新，符合社会主义市场经济条件下资本市场发展的客观需要。随着资本市场走向成熟，双轨制逐渐并轨并形成单一市场价格，使得资产价格逐步趋向市场化，并成为调节市场供求的重要力量，引导资源优化

<sup>①</sup>郑学勤：《资本市场国际化的核心》，《中国金融》2018 年第 1 期。

配置。

4. 改革模式：始终坚持自上而下的制度设计。资本市场在建设过程中，通过政策调整和体制改革进行利益调整，将自上而下的制度设计和市场博弈均衡有机结合，不断向前发展。国务院在 1992 年、2003 年、2014 年每隔 10 年发出的关于资本市场的“国九条”，作为资本市场改革的顶层设计，引导相关改革协调推进，对调整产业结构和转换企业经营机制、积极筹措资金和优化资源配置、国有企业融资解困等做出了重要贡献。同时，在自下而上的重大项目融资方面，资本市场改革的作用表现得也较为明显。在推进重大项目建设过程中，我国通过发行专项债等不断创新融资方式，紧紧抓住资金保障这个“牛鼻子”，从而保障了国家和地区重大项目建设的顺利推进。

5. 改革路径：始终坚持渐进式改革。资本市场 40 年改革开放成功的关键在于坚持渐进式改革，正确处理好改革发展稳定的关系，把握好改革的节奏、力度和市场承受程度，确保资本市场稳步运行。健全多层次资本市场体系是一项长期任务和系统工程，充分发挥后发优势，立足国情积极稳妥推进。改革前期，考虑到我国股票市场只有面向大中型企业的主板市场，层次单一，难以满足大量中小型企业特别是创新型企业的融资需求，早在 2003 年中央就提出建立多层次资本市场体系，并于 2004 年推出中小板，2009 年推出创业板。经过多年探索，我国多层次资本市场体系初具规模，股票交易市场日益壮大，中小企业股份转让系统（“新三板”）服务范围已扩展至全国，各区域股权转让市场和证券公司柜台市场积极探索前行。多层次资本市场建设不仅有力支持了经济社会发展，而且为建立现代企业制度、构建现代金融体系、推动多种所有制经济共同发展作出了重要贡献。

### 三、资本市场深化改革的必要性及面临的挑战

#### （一）资本市场功能未充分发挥，深化改革势在必行

我国资本市场是在新旧经济体制的剧烈摩擦和尖锐对抗的夹缝中产生和发展起来的，是对抗双方相互妥协和不断磨合的结果，因而从产生之日起就先天不足，表现为市场化机制不足、功能扭曲、政府干预、制度环境缺陷等方面。<sup>①</sup> 在市场经济条件下，资本市场的核心功能是通过创建自由的市场化环境，引导资金资源流量和流向，实现资源有效配置，提高资本市场的效率。但实际上资本市场却未能充分发挥其价格发现、市场定价和市场性资源配置的功能。从国际经验看，高效的市场化金融资源配置方式是美国经济迅

<sup>①</sup>胡绍学：《转型时期我国资本市场“制度缺陷”研究》，《财政监督》2012 年第 2 期。



速崛起，并在高科技浪潮中步步领先的重要原因。我国经济在由高速增长转向高质量发展过程中，唯有深化改革，建设高度市场化和法制化的资本市场，才能促进现代化经济体系的建设。

## （二）资本市场存在制度缺陷，深化改革面临严峻挑战

### 1. 市场机制不够健全，资本形成能力受到抑制

股市的上市和退市机制不健全、监管不到位，阻碍资源配置功能的发挥。上市被视为企业“圈钱”的手段，资本市场投机性强、投资功能弱，企业可持续发展能力弱；而退市制度实施效果差强人意，问题公司、垃圾股赖在市场不走，大大削弱了其造血功能。对商业欺诈、违规炒作等违法犯罪行为处罚不力，投资者不能得到与其所担风险相应的回报。股市整体表现为负和博弈——企业拿钱、政府征税、金融业赚取佣金、投资者亏损累累，而价格信号扭曲导致资源无法得到优化配置，抑制了资本市场服务实体经济的能力。<sup>①</sup>

债市问题也很突出，交易市场割裂造成债券定价机制的非市场化，地方债管理机制不健全存在重大风险隐患。债券市场分割，俗称“五龙治水”，既有交易所市场，也有银行间市场；有发改委管的企业债，有证监会管的公司债，有央行管的融资工具等，每个市场有不同规则，相互不连通，标准不一，不同的债券市场各自为政，导致债券市场流动性低，存在非市场化的定价机制，对投资者非常不利。同时银行间市场和交易所市场分割，使不同市场的信用利差能在一段时间内持续存在套利机会。<sup>②</sup> 这种标准不一的债券市场跟国际市场难以接轨，导致了一个奇怪的现象：市场打开了，投资者却进不来。<sup>③</sup> 目前地方政府债蕴藏着高度风险，最初为满足地方政府融资需求，融资平台应运而生，“隐性债务”野蛮极速扩张，<sup>④</sup> 通过债务置换不断进行债务延期，安全隐患很大。2018 年财政部接连发布了《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》和《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》，要求将防范化解地方政府债务风险作为当前财政管理工作的重中之重。这些措施或许能起到有效控制地方债风险的作用。

人民币汇率形成机制不健全，升值或贬值趋势一旦形成容易导致市场投机。汇率机制改革包括汇率波动区间和中间价报价机制的改革。2015 年人民币汇率中间价报价机制

<sup>①</sup>李扬：《“金融服务实体经济”辨》，《经济研究》2017 年第 6 期。

<sup>②</sup>李扬：《中国金融改革开放 30 年：历程、成就和进一步发展》，《财贸经济》2008 年第 11 期。

<sup>③</sup>黄益平：《债券市场改革发展的方向》，[http://www.sohu.com/a/232110710\\_330810](http://www.sohu.com/a/232110710_330810)。

<sup>④</sup>贾康等：《我国地方政府债务风险和对策》，《经济研究参考》2010 年第 14 期。

---

改革，参考上日收盘汇率和外汇供求来提供中间价报价，汇改后三日出现了4%贬值，引起国际金融市场恐慌，通过引入人民币逆周期调节阻断了人民币贬值趋势。目前受中美贸易战影响，加上贸易顺差大幅收缩，美元指数不断回升，人民币再次出现贬值态势。贬值虽然一定程度能促进贸易出口，但难以抵消美对我关税增加25%的出口抑制作用，且汇率连续贬值20%必然导致货币危机，汇率风险也在加大。

## 2. 资产价格暴涨暴跌，价格发现功能未有效实现

过度投机行为造成资产价格暴涨暴跌，没有实体经济支撑的股市疯涨只是泡沫化的虚假繁荣。<sup>①</sup>无论是2007年股市崩盘，还是2015年股市疯涨与股灾；无论是2005年后10年间人民币汇率升值带来短期资本大举进入，还是2015年后人民币汇率贬值导致的短期资本快速外逃。资产价格剧烈波动，金融期货起不到有效管理风险的作用，价格发现功能未能实现，一旦崩盘则可能造成金融系统剧烈动荡或货币危机，<sup>②</sup>金融市场复杂联动特性的增强也使得金融维稳压力不断加大。近年我国经济增长进入新常态，固定资产投资增速低位徘徊，区域性产能过剩严重，外部经济环境严峻，资本市场风险不断积累，房地产泡沫、影子银行风险、地方债风险、汇率大幅波动等各种风险相互交织。尤其房地产泡沫累积，居民杠杆率不断攀升，成为资本市场重要的风险源。而地方债风险、房地产泡沫、影子银行风险、资产价格暴涨暴跌，都会将风险传递到银行，跨市场风险传染加剧，系统性风险隐患极大。

## 3. 操纵市场现象严重，投资者保护制度亟待完善

从市场角度看，保护投资者利益特别是中小投资者利益应该是资本市场立法的出发点。资本市场所筹资金用于公司的投资，公司是资金需求者，投资者则是资金供给者，公司使用投资者的资金应当给投资者投资回报，但实际情况远非如此。<sup>③</sup>多层次的法律体系应对政府、企业、个人和市场行为进行全面规范，形成市场与社会相结合的监管网络，但是资本市场在这方面存在重大制度缺陷。上市公司作为证券的出售方，在经营、盈利等方面具有信息优势；机构投资者与上市公司联系紧密，相对了解上市公司的真实状况；广大中小投资者信息来源有限，难以对证券真实价值做出判断。有些上市公司散布虚假信息操纵股价，有些则随心所欲发布并购重组等信息，扰乱市场正常秩序，损害投资者利益。这些都使得投资者利益保护成为待解的难题。

---

<sup>①</sup>吴晓求：《中国资本市场：从制度和规则角度的分析》，《财贸经济》2013年第1期。

<sup>②</sup>易宪容：《中国股市如何回归常态——A股暴涨暴跌的原因及政府救退市之路径》，《探索与争鸣》2015年第8期。

<sup>③</sup>曹凤岐：《加强制度建设是提振中国股市的根本》，《中国金融》2004年第8期。

#### 4. 直接融资占比偏低，市场配置资源功能滞后

资本市场从 1990 年沪、深两市开办至今，已经形成了主板、中小企业板、创业板、三板（含新三板）市场、产权交易市场、股权交易市场等多种股份交易平台，初步具备多层次市场雏形，但存在突出短板。一是直接融资规模占比偏低，由于债务融资具有较强的顺周期性，在经济下行时获贷难度加大，甚至面临抽贷、断贷的窘境，因此直接融资占比较低易引发金融风险。二是服务实体经济功能不强，从融资可得性看，大量的股权资本被定增占用，对于数量庞大的中小微企业而言，由于区域股权市场等市场挂牌公司数量不多，交易活跃度低，融资功能发挥有限，中小微企业融资难问题并未得到根本性解决。

#### 5. 对外开放步伐较慢，与国际市场融合度偏低

我国资本市场国际化程度仍然较低，服务于中国经济走出去的能力远没有跟上。目前 A 股流通市值中外资持股占比 3.5%，远低于日本、韩国的 30% 和 16%。投资者结构以个人投资者为主体，与韩国等相比，机构投资者占比偏低。资本市场国际化是资源配置走向全球化的必然趋势，从日本、新加坡经验看，必须以成熟的市场化机制为前提，监管高效，信息披露充分，有一批有国际影响力的优质上市公司，才能建立相对公平公正的资本市场。对于开放型经济大国来说，汇率制度具有牵一发而动全身的全局效应，人民币兑美元汇率弹性和波幅较小，只相当于美元、欧元、日元、英镑等货币波幅的 1/3 左右，而汇率机制市场化不足成为我国融入国际金融市场的阻碍。

### 四、健全完善资本市场的改革思路和措施

资本市场改革要遵循市场发展的基本规律，只有立足国情，才能建设功能完善、开放包容的多层次的竞争有序的资本市场，建立起公平公正的交易平台，形成有效的资产价格的市场定价机制，处理好监管与创新的关系，在关键领域做出突破和创新。

#### （一）服务国家发展战略，明确资本市场改革方向

健全完善资本市场改革，应以“三个战略”为指引，服务于国家的制造强国、贸易强国、创新型国家三个战略目标，提高金融资源配置效率，不断拓展为实体经济服务的广度和深度，建设有国际竞争力的资本市场强国。资本市场改革应以建设现代化市场经济体系为导向，一是要提升资本市场配置资源功能，坚持服务实体经济发展的根本宗旨，发挥好市场配置资源和风险管理的功能，遏制过度投机，不断夯实资本市场发展的根基，真正对企业和国民经济起到支持作用。二是增强资本市场的科技创新服务能力，服务于

---

创新型国家战略，适应我国经济结构发生的深刻变化，支持新技术、新产业、新业态和新模式，促使创新经济成为我国经济增长最快的板块。三是服务于贸易强国战略，为国际贸易和投资服务，加速我国服务贸易升级。推进人民币汇率形成机制改革，充分利用汇率价格杠杆优化资源配置，为发展国际贸易、人民币国际化和金融市场开放奠定更好基础。

健全完善资本市场改革，还应明确资本市场发展的市场化、法制化和国际化方向。市场化、法制化和国际化，这三者是相辅相成的。市场化是用合理监管取代不合理管制，实现市场的自由化；没有法律就没有自由，这对资本市场同样适用，监管是法治的具体落实；国际化是市场法规同国际通行法规接轨。

建立公正、公平、公开的资本市场，保护投资者合法权益。要切实解决好资本市场各层级发展的基本关系，处理好政府与市场的关系，使市场在资源配置中起决定性作用，更好地发挥政府作用；处理好风险自担与强化投资者保护的关系，处理好创新发展与防范风险的关系。

建立高效一流的国际化资本市场。国际化的目的在于将国内市场提高到国际水平，如果从一开始就实行完全开放的准入，会造成对国内市场的 unfair 竞争，因而需要有序分步骤开放，负面清单的管理方法为我国资本市场融入国际资本市场提供了缓冲的过程。建立全球资源配置能力的国际化资本市场，培育高质量的上市公司，夯实高质量发展的微观基础，加强对全球长期资本配置，防控国际短期投资流动风险，强化全球资源配置格局。

## （二）深化市场机制改革，推动资本市场规范高效发展

要解决股市的制度缺陷问题。要把住入口，动态完善新股发行机制，稳妥推出注册制，提高股票供给，降低发行价格，对上市公司设置分红的法定要求，提升其投资价值。<sup>①</sup>要疏通出口，强化上市公司退市机制，按时间分段，新股新办法，老股老办法。老企业可要求大股东注资以改变其亏损经营状况，新上市企业则可实行退市制度。

要加快债券市场改革。要坚持市场化的原则，无论是发行定价、评级或是刚性兑付等问题，都必须坚持市场化原则。保证监管独立性，监管标准要一致，考虑成立“债券市场改革协调小组”，由人民银行、证监会、发改委和财政部参与，明确统一的监管标准，加强政策协调。及时化解债券市场风险，警惕地方债到期需要展期的冲击，在打破刚性兑付和维持金融相对稳定之间寻求平衡，平衡债券市场发展和去杠杆的关系。协调

---

<sup>①</sup>曹凤岐：《推进我国股票发行注册制改革》，《南开学报（哲学社会科学版）》2014年第2期。

好开放和改革的关系，让我国债券市场真正地融入到世界经济之中，推动债券市场促进下一轮资本市场改革和切实起到推动人民币国际化的作用。

要推动外汇市场改革。外汇市场有待实现以更为真实需求为基础的供求关系的基本平衡，增强人民币汇率双向浮动弹性。通过增加汇率弹性和逐步改善内外条件来影响市场预期，<sup>①</sup> 保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。支持人民币在跨境贸易和投资中的使用，推进人民币对其他货币直接交易市场的发展，促使人民币成为国际市场的主要储备货币之一，加强配置全球金融资源的能力。不断完善多层次外汇市场，帮助企业和个人规避汇率波动风险，拓宽其参与外汇市场投资的渠道，积极加强对外投资的政策引导和促使其有效对接国家战略。

### （三）建设包容性资本市场，更好满足中小微企业等实体经济融资需求

完善以资本市场为核心和纽带的投融资服务链，为包括成长创业企业等各类企业搭建直接融资平台。一是完善主板市场制度，丰富市场产品和层次，降低市场交易成本。二是完善创业板发展，明确市场定位，强化“创新”“成长”“孵化”内涵，加大对创新型企业支持，引导风险投资等产业基金进入企业发展的各个阶段，有效缓解创业企业融资难问题。三是大力培育新三板市场，提升其交易、融资功能，加快做市商扩容，改革完善协议转让制度，改善中小微企业融资难题。四是补齐资本市场短板和完善转板制度，加大对创新型产业支持，建立各层次市场间的转板机制，以提升资本市场服务功能和流动性。探索进入成熟期的创业板上市公司向主板市场转移的转板机制，重点推进新三板向创业板转板试点，支持一批适应实体经济、契合国家发展战略且发展前景广、创新能力强的优秀新三板挂牌企业转板上市。五是规范发展区域股权市场，为地方政府扶持中小微企业提供综合平台，稳步发展股权投资、天使投资、种子基金等投资，为企业生命周期提供全产业链的融资服务解决方案。

### （四）形成资本市场对外开放新格局，增强全球资源配置能力

稳妥推进资本市场对外开放，把握好金融开放次序，借鉴国际经验，完善对外开放举措，破除市场准入等制度性障碍。既要留住国内优质企业，又要吸引海外上市企业回归，吸引优质境外公司来华，打破我国资本市场成分单一的尴尬局面，提升在全球资本市场的地位。金融监管与开放度相匹配，以维护金融安全为前提，认识外资金金融机构的增资控股削弱我国政府宏观调控作用的可能性，审慎审批外资增持我国金融机构的持股

<sup>①</sup>连平：《汇率市场化改革仍待深化》，首席经济学家论坛，2018年8月16日。

---

比例，防止国际资本主导我国资本市场。推进资本市场国际监管合作，防范金融风险跨境传染，逆周期调节跨境短期资金流动，参与国际金融规则与监管标准制定。

### （五）健全投资者保护机制，促进证券市场健康发展

监管的最终目的是保护投资者权益，从根本上保障资本市场稳健运营，坚决打击市场操纵，防范系统性风险。个人投资者是保持资本市场活力与活跃度的重要基础，要提升对投资者教育的深度与广度，加强政策宣传与舆论引导，引导正确的投资理念和减少非理性行为。完善投资者损失赔偿制度，完善信息披露制度，加大对违规现象查处力度，让违法者付出高昂代价。健全集体诉讼制度，着重保护中小投资者利益。

### （六）完善金融综合监管，平衡金融安全与创新发展

完善金融综合监管体系，关键在于找准金融安全与金融创新的平衡点。要发挥“一委一行两会”金融监管功能，强化金融监管协调。通过金稳委加强各监管机构的信息数据共享，完善跨市场、跨地区金融风险的评估和化解，规范金融领域监管标准，推动金融立法与金融体制改革衔接。加强对房地产泡沫、影子银行、地方政府债等潜在风险点的防控，实现宏观审慎、微观监管的有效统筹。建立健全中央地方两级金融监管体系，界定各自监管职责和风险处置范围。加强金融监管政策与货币政策配合，定期向社会公开其运行情况，防范金融市场对政策预期产生的波动。

#### 参考文献：

1. 曹凤岐：《加强制度建设是提振中国股市的根本》，《中国金融》2004年第8期。
2. 李扬：《“金融服务实体经济”辨》，《经济研究》2017年第6期。
3. 《径山报告》课题组：《中国金融开放的下半场》，中信出版社2018年版。
4. 德勤：《2018年金融服务监管展望》，2018年。

责任编辑：谷岳