

中国特色资本市场：要参考国际准则，也要立足国情市情

中国资本市场的主体、结构、风险布局以及偏好等将深刻影响资本市场未来发展。

文 | 郑联盛



7月6日，国务院金融稳定发展委员会第五十三次会议提出，要围绕建设中国特色资本市场等重大课题强化战略性、前瞻性、基础性、针对性研究，增强政策储备。中国特色资本市场将可能开启全市场注册制改革的进程，这可能会对我国多层次资本市场改革发展造成重大的政策及体制影响。

中国特色资本市场的缘起

中国特色资本市场并不是一个全新的概念。早在1996年，中国资本市场建设刚刚启动不久，就有学者提出建设中国特色资本市场“为人民群众和社会主义建设服务”，建立资本市场来增加资本交易公开性和透明度，服务企业资产结构调整是彼时资本市场发展的“主要特色”。其后，有研究指出，中国特色的货币市场与资本市场建设，要提升金融市场结构、品种、经营管理等与经济发展水平的匹配性，促进金融市场功能满足当前国有企业改革的迫切需求，特别是要服务于“企业股份制改革和国有企业战略性改组”。这种政策考量使得中国资本市场的国有经济属性长期强于国际资本市场。时至2020年年末，A股市场国有企业上市公司超过1000家，数量和市值占比约三成；而债券市场发行主体中，国企占比甚至接近九成。当然，中国资本市场长达30年的实践也表明，通过资本市场，企业股份制改革和国有企业战略性改组取得了实质性成绩。

“新兴加转轨”一度成为中国特色资本市场的基本属性。2007年，深圳证券交易所主办的《证券市场导报》提出“中国特色资本市场”，认为“新兴加转轨”是中国资本市场的最大特色，是后续资本市场改革与发展的根本依据，同时提出中国特色资本市场要承担起服务中华民族伟大复兴、支持和支撑国家自主创新、促进国有经济与资本市场共生互赢、有效处理政府与市场关系、保持庞大订单处理能力、

改善中小企业直接融资等六大任务。其后，中国证监会前主席周正庆在多个场合重申中国特色资本市场“新兴加转轨”的独特性和复杂性，并提出中国特色资本市场要正确处理创新与监管、上涨与下跌、政府与市场、虚拟经济与实体经济等多对关系。

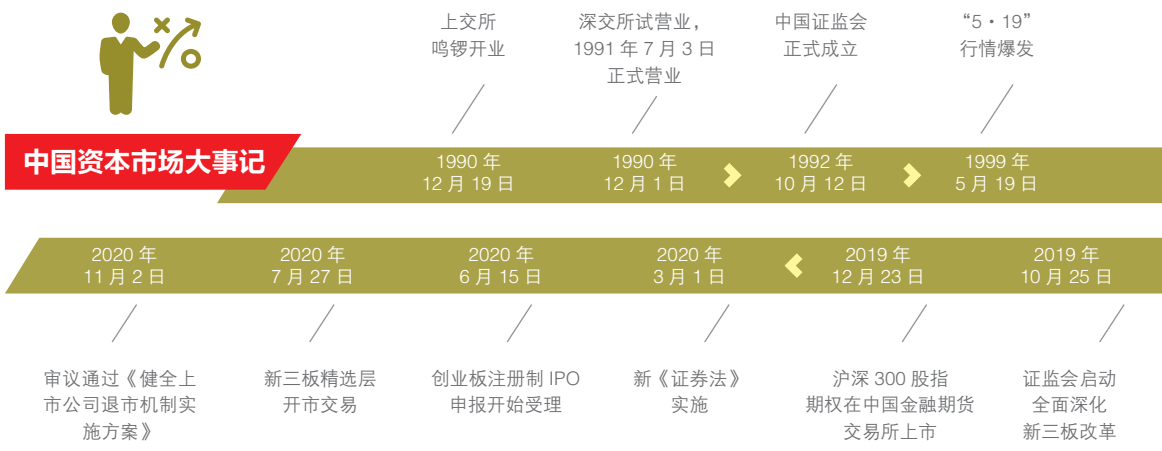
在新发展阶段，中国特色资本市场具有重大的政策新理念，强调立足中国国情市情。在加快构建新发展格局中，中国资本市场亟待发挥更加重要的支撑功能。2020年10月，中国证监会主席易会满在金融街论坛上提出需要在借鉴国际经验的基础上，立足我国国情市情，不断强化资本市场基础制度建设的时代性和适应性，逐步构建形成既遵循国际市场惯例又具有中国特色的资本市场制度体系。

建设过程中的五对重要关系

国务院金融稳定发展委员会第五十三次会议提出，要围绕建设中国特色资本市场等加大研究力度，增强政策储备，意在立足实际，践行新发展理念，加快推动中国多层次资本市场建设，更好地服务自主创新、产业链关联、高质量发展，加强内外循环的通畅性。坚定不移走中国特色资本市场发展之路，就要坚持把市场发展的一般规律与国情市情结合起来，特别是在稳步推进全市场注册制改革过程中，加强对信息披露监管、IPO常态化、中介机构归位尽责、廉洁风险防控等重点问题的科学把握，这样才能更好地体现中国特色和发展阶段特征。

过去30余年，中国资本市场改革、发展和实践不断深化，以主板、创业板、科创板、新三板等为支撑的多层次资本市场蓬勃发展，为中国企业成长、结构优化和经济发展提供了重要的支撑。在新发展阶段，中国特色资本市场建设需要重点关注五对重要关系，以更好地服务新发展目标。

中国特色资本市场要正确处理创新与监管、上涨与下跌、政府与市场、虚拟经济与实体经济等多对关系。



一是创新发展与有效监管的关系。长期以来，资本市场更多关注创新发展问题，较为强调服务经济增长和结构转型，这在经济高速发展阶段是正确且必要的。但是，随着经济进入高质量发展阶段，资本市场要强化金融监管，更加强调市场秩序优化、市场功能发挥和投资者权益保护。本次会议还讨论了关于完善金融监管体系等重大问题的前瞻性研究，这与多层次资本市场发展与监管关系的统筹也是相契合的。

二是内部畅通与外部连接的关系。在以国内大循环为主、国内国际双循环相互促进的新发展格局中，一方面资本市场要在国内大循环的通畅性方面发挥更大的支撑作用，为生产、消费、分配和流通环节提供资金融通支持；另一方面，要发挥连接外部市场、统筹内外市场的功能，利用好内外两种资源，有效保障资金融通的双向性。

三是普遍规律与中国市情的关系。国际资本市场发展最朴实的经验是有效满足企业融资需求和有效保障投资者权益，而中国资本市场发展最实际的需求是服务国家经济发展战略，为转型市场经济提供支撑。一定程度上，中国资本市场“新兴加转轨”的秉性并未实质性改

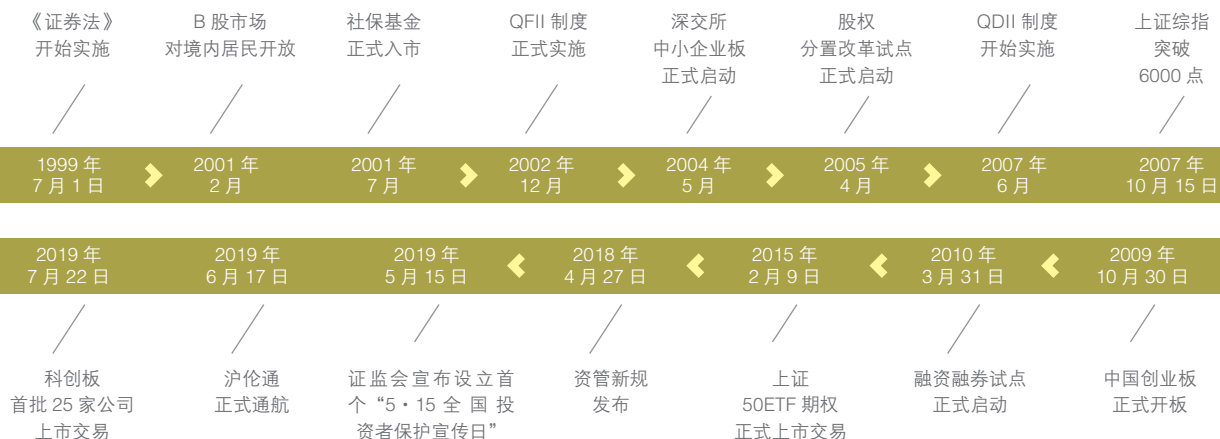
变，同时要在新发展阶段中承担促进自主创新等更多新任务。

四是注册制与配套制度的关系。在中国特色资本市场创新发展中，全市场注册制改革将加速推进，资本市场融资的可得性、便利性和顺畅性将得到实质性的提升，全市场注册制改革将开启中国特征资本市场发展的新征程。但是，注册制下的价格定价、信息披露、退市制度，相关金融监管的配套改革及其政策保障，需要得到更快的匹配。

五是市场发展与政策功能的关系。随着市场基础设施建设的推进，资本市场的市场功能将进一步得以完善，特别是全市场注册制改革将使资本市场发展迎来历史性机遇。与此同时，资本市场助力国家经济战略调整的使命和任务将更加凸显，需要强化对共同富裕、碳达峰与碳中和、人口老龄化、自主创新等问题的支持功能。

短期结构性演进 长期稳健向好

建设融资功能完备、基础制度扎实、市场监管有效、投资者合法权益得到有效保护的多层次资本市场体系，是十八大以来党中央对资本市场改革发展的定位。此次国务院金融稳定



> 资料来源：根据公开资料整理

发展委员会会议提出的中国特色资本市场建设将秉承党中央对资本市场改革的定位，同时结合新发展阶段、新发展理念和新发展格局，进一步深化资本市场改革发展，着重推进全市场注册制改革，提升资本市场服务实体经济和战略转型的支撑功能。

从短期看，中国特色资本市场建设处于一个理念贯彻、思想统一、方案设计和措施细化的过程，对资本市场发展以及资本市场服务实体经济高质量发展来说尚未形成实质性影响。资本市场一定程度上可能还处于对中国特色资本市场的发展理念、目标、政策和举措的加深理解过程中，整体处在一个结构性演进的动态变化之中。

从中长期看，在迈向第二个百年奋斗目标的过程中，作为金融供给侧结构性改革的重要组成部分，中国特色资本市场建设将开启中国多层次资本市场改革发展新篇章。特别是随着全市场注册制的改革及其配套制度的完善，资本市场在资源配置中的地位和作用将进一步提升，直接融资功能将得到进一步体现，中国资本市场发展将迎来历史性机遇，长期将稳健向好发展。

当然，既遵循国际市场惯例又具有中国特

色的资本市场建设，正在考验政府的政策统筹能力和政策创新水平。

第一，政府的引导功能将进一步强化，政府与市场的职责边界可能需要重新定义。第二，资本市场的宏观服务职责将进一步提升，效率与公平的权衡中可能需要偏向公平。第三，中国金融体系直接融资与间接融资难以明确“两分”，中国金融体系改革的目标模式可能既不是英美的资本市场主导模式，也不是德日的银行体系主导模式，而是具有中国特色的中间范式，相应的融资模式也不会是非此即彼的“边角解”。第四，中国资本市场的资金端和资产端的匹配将迎来新机制，注册制将使资本市场的资产供给解除约束，但是，资本资金供给的匹配不仅需要更多数量的上市公司，也需要更加优质的上市公司资产。也就是说，中国特色资本市场在考虑公司融资需求的同时，也应该考虑投资者的投资需求以及资金资产的有效匹配。最后，在遵循或参考通行国际准则的同时，中国国情市情的重要性将进一步凸显，中国资本市场的主体、结构、风险布局以及偏好等将深刻影响资本市场未来发展。E

（作者系中国社会科学院金融研究所金融风险与金融监管研究室主任）

随着全市场注册制的改革及其配套制度的完善，资本市场在资源配置中的地位和作用将进一步提升，直接融资功能将得到进一步体现，中国资本市场发展将迎来历史性机遇，长期将稳健向好发展。