

中国资本市场发展报告（摘要）

20世纪70年代末期以来的中国经济改革大潮，推动了资本市场在中国境内的萌生和发展。在过去的十多年间，中国资本市场从无到有，从小到大，从区域到全国，得到了迅速的发展，在很多方面走过了一些成熟市场几十年甚至是上百年的道路。尽管经历了各种坎坷，但是，中国资本市场的规模不断壮大，制度不断完善，证券期货经营机构和投资者不断成熟，逐步成长为一个在法律制度、交易规则、监管体系等各方面与国际普遍公认原则基本相符的资本市场。

中国资本市场从开始出现的第一天起，就站在中国经济改革和发展的前沿，推动了中国经济社会资源配置方式的变革。而随着市场经济体制的逐步建立，对市场化资源配置的需求日益增加，资本市场在国民经济中发挥作用的范围和程度也日益提高。资本市场的出现和发展，是中国经济逐渐从计划体制向市场体制转型过程中最为重要的成就之一，而资本市场改革和发展的经验，也是中国经济改革宝贵经验的重要组成部分。

未来，中国资本市场的发展面临新的机遇和挑战。首先，伴随着中国经济的发展，巨大的融资需求将有很大一部分依靠资本市场来满足；其次，中国经济迫切需要调整产业结构、转变经济发展方式，资本市场的资源配置功能将在这一过程中起到重要作用；第三，长期以来，中国的金融体系高度依赖以银行为主的间接融资，迫切需要提高直接融资比重，防范金融风险，而这种转变必须通过做强做大中国资本市场来实现；第四，在全面建设和谐社会的过程中，建立和完善多层次养老体系、改革医疗保险体制和建设新农村等重要领域，也要求资本市场提供全面有效的金融支持和金融服务；第五，随着金融市场全球化、一体化的趋势不断增强，各国资本市场和金融中心的竞争日益加剧，资本市场的发展和监管模式日新月异，资本市场的竞争力和发达程度已经成为国家竞争力的重要组成部分。

未来，中国资本市场的发展面临新的机遇和挑战。党的十七大描绘了在新的时代条件下继续全面建设小康社会、加快推进社会主义现代化建设的宏伟蓝图，对资本市场的发展提出了新的要求。人均国内生产总值到2020年比2000年翻两

番，需要资本市场满足经济持续高速增长带来的融资需求；提高自主创新能力，建设创新型国家，需要资本市场对创新型企业发展的的大力支持，以资本为纽带引导和支持生产要素向创新型企业集聚，促进科技成果向生产力的转化；转变经济发展方式，需要通过资本市场发挥资源配置的作用，实现资源跨地区和跨产业的整合，通过市场化方式促进产业结构的优化升级；深化金融体制改革，需要不断提高直接融资比重，增加金融系统的弹性，分散金融风险；鼓励发展具有国际竞争力的大企业集团，需要我国企业通过资本市场充分发现和提升自身价值，更好地融入到国际经济循环中去；创造各种条件提高居民财产性收入，完善养老体系，需要资本市场发挥其财富管理的功能，为广大居民提供投资于资本市场分享中国经济增长成果的机会，让养老基金通过资本市场实现保值增值。总之，完善社会主义市场经济体制，实现国民经济又好又快的发展，促进社会和谐，全面建设小康社会，在客观上需要一个功能齐备、运作规范、规模不断扩大、效率不断提升的资本市场。

面对这些机遇和挑战，回顾和总结中国资本市场的发展历史，把握资本市场的发展规律，制定相应的发展战略和措施，将有力地推动中国资本市场的进一步发展。

展望 2020 年，中国资本市场将基本完成从“新兴加转轨”向成熟市场的过渡，迈入全面发展的时期。一个更加公正、透明、高效的资本市场，将在中国经济构筑自主创新体系中发挥重要作用，成为中国和谐社会建设的重要力量。同时，一个更加开放和具有国际竞争力的中国资本市场，也将在国际金融体系中发挥应有的作用。

第一章 中国资本市场发展简要回顾

从 20 世纪 70 年代末期开始实施的改革开放政策，启动了中国经济从计划体制向市场体制的转型，资本市场应运而生。同时，其发展又引领了中国经济和社会诸多重要体制和机制的变革，成为推动所有制变革和改进资源配置方式的重要力量。

回顾改革开放以来中国资本市场的发展，大致可以划分为三个阶段。

第一阶段：中国资本市场的萌生（1978-1992）

从1978年12月中国共产党十一届三中全会召开起，经济建设成为国家的基本任务，改革开放成为中国的基本国策。随着经济体制改革的推进，企业对资金的需求日益多样化，中国资本市场开始萌生。

20世纪80年代初，城市一些小型国有和集体企业开始进行了多种多样的股份制尝试，最初的股票开始出现。这一时期股票一般按面值发行，大部分实行保本保息保分红、到期偿还，具有一定债券的特性；发行对象多为内部职工和地方公众；发行方式多为自办发行，没有承销商。

1981年7月我国重新开始发行国债。1982年和1984年，最初的企业债和金融债开始出现。

随着证券发行的增多和投资者队伍的逐步扩大，证券流通的需求日益强烈，股票和债券的柜台交易陆续在全国各地出现，二级市场初步形成。1990年国家允许在有条件的大城市建立证券交易所，上海证券交易所、深圳证券交易所于1990年12月先后营业。

伴随着一、二级市场的初步形成，证券经营机构的雏形开始出现。1987年9月，中国第一家专业证券公司——深圳特区证券公司成立。1988年，为适应国库券转让在全国范围内的推广，中国人民银行下拨资金，在各省组建了33家证券公司，同时，财政系统也成立了一批证券公司。

1990年10月，郑州粮食批发市场开业并引入期货交易机制，成为中国期货交易的开端。1992年10月，深圳有色金属交易所推出了中国第一个标准化期货合约——特级铝期货标准合同，实现了由远期合同向期货交易过渡。

总体上看，股份制改革起步初期，股票发行缺乏全国统一的法律法规，也缺乏统一的监管，股票发行市场也出现了混乱。同时，对资本市场的发展在认识上也产生了一定的分歧。

1992年1-2月邓小平同志在南方视察时指出：“证券、股市，这些东西究竟好不好，有没有危险，是不是资本主义独有的东西，社会主义能不能用，允许看，但要坚决地试。看对了，搞一两年，对了，放开；错了，纠正，关了就是了。关，也可以快关，也可以慢关，也可以留一点尾巴。怕什么，坚持这种态度就不要紧，就不会犯大错误。”邓小平同志南方视察讲话后，中国确立经济体制改革的目标是“建立社会主义市场经济体制”，股份制成为国有企业改革的方向，更多的国有企业实行股份制改造并开始在资本市场发行上市。1993年，股票发行试点正式由上海、深圳推广至全国，打开了资本市场进一步发展的空间。

在这个阶段，源于中国经济转轨过程中企业的内生需求，中国资本市场开始萌生。在发展初期，市场处于一种自我演进、缺乏规范和监管的状态，并且以区域性试点为主。深圳“8.10事件”的爆发，是这种发展模式弊端的体现，标志着资本市场的发展迫切需要规范的管理和集中统一的监管。

第二阶段：全国性资本市场的形成和初步发展(1993-1998)

1992年10月，国务院证券管理委员会和中国证券监督管理委员会（以下简称“国务院证券委”和“中国证监会”）成立，标志着中国资本市场开始逐步纳入全国统一监管框架，区域性试点推向全国，全国性市场由此开始发展。1997年11月中国金融体系进一步确定了银行业、证券业、保险业分业经营、分业管理的原则。1998年4月，国务院证券委撤销，中国证监会成为全国证券期货市场的监管部门，建立了集中统一的证券期货市场监管体制。

中国证监会成立后，推动了《股票发行与交易管理暂行条例》、《公开发行股票公司信息披露实施细则》、《禁止证券欺诈行为暂行办法》、《关于严禁操纵证券市场行为的通知》等一系列证券期货市场法规和规章的建设，资本市场法规体系初步形成，使资本市场的发展走上规范化轨道，为相关制度的进一步完善奠定了基础。

在市场创建初期，国家采取了额度指标管理的股票发行审批制度，即将额度指标下达至省级政府或行业主管部门，由其在指标限度内推荐企业，再由中国证

监会审批企业发行股票。在交易方式上，上海和深圳证券交易所都建立了无纸化电子交易平台。

随着市场的发展，上市公司数量、总市值和流通市值、股票发行筹资额、投资者开户数、交易量等都进入一个较快发展的阶段。沪、深交易所交易品种逐步增加，由单纯的股票陆续增加了国债、权证、企业债、可转债、封闭式基金等。

伴随着全国性市场的形成和扩大，证券中介机构也随之增加。到 1998 年底，全国有证券公司 90 家，证券营业部 2412 家。从 1991 年开始，出现了一批投资于证券、期货、房地产等市场的基金（统称为“老基金”）。1997 年 11 月，《证券投资基金管理暂行办法》颁布，规范证券投资基金的发展。同时，对外开放进一步扩大，推出了人民币特种股票（B 股），境内企业逐渐开始在香港、纽约、伦敦和新加坡等海外市场上市；期货市场也得到初步发展。

在这个阶段，统一监管体系的初步确立，使得中国资本市场从早期的区域性市场迅速走向全国性统一市场。随后，在监管部门的推动下，一系列相关的法律法规和规章制度出台，资本市场得到了较为快速的发展，同时，各种体制和机制缺陷带来的问题也在逐步积累，迫切需要进一步规范发展。

第三阶段：资本市场的进一步规范和发展（1999-2007）

《证券法》于 1998 年 12 月颁布并于 1999 年 7 月实施，是中国第一部规范证券发行与交易行为的法律，并由此确认了资本市场的法律地位。2005 年 11 月，修订后的《证券法》颁布。《证券法》的实施及随后的修订，标志着资本市场走向更高层次的规范发展，也对资本市场的法规体系建设产生了深远的影响。

在这个阶段，中国围绕完善社会主义市场经济体制和全面建设小康社会进行持续改革。随着经济体制改革的深入，国有和非国有股份公司不断进入资本市场，2001 年 12 月，中国加入世界贸易组织，中国经济走向全面开放，金融改革不断深化，资本市场的深度和广度日益扩大。

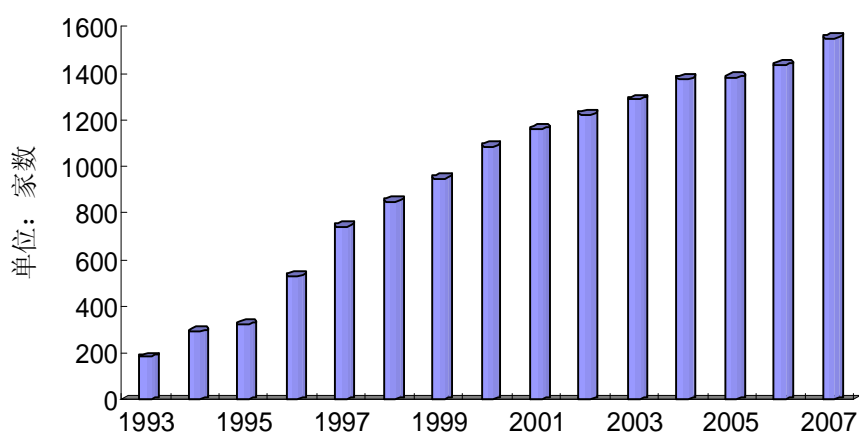
自 1998 年建立了集中统一监管体制后，为适应市场发展的需要，证券期货监管体制不断完善，实施了“属地监管、职责明确、责任到人、相互配合”的辖

区监管责任制，并初步建立了与地方政府协作的综合监管体系。与此同时，执法体系逐步完善。中国证监会在各证监局设立了稽查分支机构，2002 年增设了专司操纵市场和内幕交易查处的机构。2007 年，适应市场发展的需要，证券执法体制又进行了重大改革，建立了集中统一指挥的稽查体制。

中国证监会不断加强稽查执法基础性工作，严格依法履行监管职责，集中力量查办了“琼民源”、“银广夏”、“中科创业”、“德隆”、“科龙”、“南方证券”、“闽发证券”等一批大案要案，坚决打击各类违法违规行为，切实保护广大投资者的合法权益，维护“公平、公正、公开”的市场秩序。

但是，资本市场发展过程中积累的遗留问题、制度性缺陷和结构性矛盾也逐步开始显现。从 2001 年开始，市场步入持续四年的调整阶段：股票指数大幅下挫；新股发行和上市公司再融资难度加大、周期变长；证券公司遇到了严重的经营困难，到 2005 年全行业连续四年总体亏损。

1993 - 2007 上市公司数量



资料来源：《中国证券期货统计年鉴(2007)》

这些问题产生的根源在于，中国资本市场是在向市场经济转轨过程中由试点开始而逐步发展起来的新兴市场，早期制度设计有很多局限，改革措施不配套。

一些在市场发展初期并不突出的问题，随着市场的发展壮大，逐步演变成市场进一步发展的障碍，包括上市公司改制不彻底、治理结构不完善；证券公司实力较弱、运作不规范；机构投资者规模小、类型少；市场产品结构不合理，缺乏适合大型资金投资的优质蓝筹股、固定收益类产品和金融衍生产品；交易制度单一，缺乏有利于机构投资者避险的交易制度；等等。

为了积极推进资本市场改革开放和稳定发展，国务院于2004年1月发布了《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》（以下称《若干意见》），此后，中国资本市场进行了一系列的改革，完善各项基础性制度，主要包括实施股权分置改革、提高上市公司质量、对证券公司综合治理、大力发展机构投资者、改革发行制度等。经过这些改革，投资者信心得到恢复，资本市场出现转折性变化。

这一时期，为充分发挥资本市场的功能，市场各方对多层次市场体系和产品结构的多样化进行了积极的探索。中小板市场的推出和代办股份转让系统的出现，是中国在建设多层次资本市场体系方面迈出的重要一步。可转换公司债券、银行信贷资产证券化产品、住房抵押贷款证券化产品、企业资产证券化产品、银行不良资产证券化产品、企业或证券公司发行的集合收益计划产品以及权证等新品种出现，丰富了资本市场交易品种。

同时，债券市场得到初步发展，中国债券市场规模有所增加，市场交易规则逐步完善，债券托管体系和交易系统等基础建设不断加快。期货市场开始恢复性增长。2007年3月，修订后的《期货交易管理条例》发布，将规范的内容由商品期货扩展到金融期货和期权交易。

2001年12月中国加入世界贸易组织，中国资本市场对外开放步伐明显加快。到2006年底，中国已经全部履行了加入世界贸易组织时有关证券市场对外开放的承诺。对外开放推进了中国资本市场的市场化、国际化进程，促进了市场的成熟和发展壮大。这一时期，合资证券期货经营机构大量设立；合格境外机构投资者（QFII）与合格境内机构投资者（QDII）机制相继建立；大型国有企业集团重组境外上市继续推进；外商投资股份公司开始在境内发行上市，外资也被允许对上市公司进行战略投资；证券监管国际合作进一步扩大，2006年6月，中国证监会主席尚福林当选国际证监会组织执委会副主席。

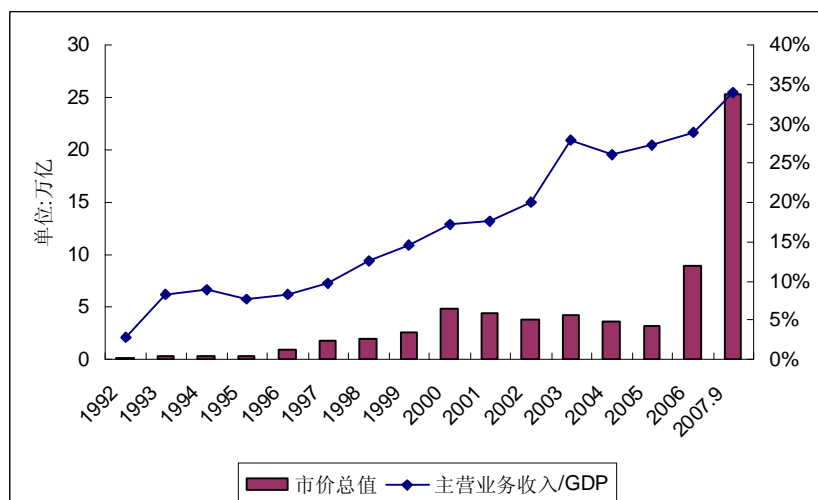
在这一阶段，1999年《证券法》的实施及2006年《证券法》和《公司法》的修订，使中国资本市场在法制化建设方面迈出了重要的步伐；一批大案的及时查办对防范和化解市场风险、规范市场参与者行为起到了重要作用；国务院《若干意见》的出台标志着中央政府对资本市场发展的高度重视；以股权分置改革为代表的一系列基础性制度建设使资本市场的运行更加符合市场化规律；合资证券经营机构的出现和合格境外机构投资者等制度的实施标志着中国资本市场对外开放和国际化进程有了新的进展。中国资本市场也在2006年出现了转折性的变化。

资本市场与中国经济和社会发展

中国资本市场的发展得益于中国经济和金融改革，随着资本市场各项功能逐步健全，它也推动了经济和金融体系的改革，引领了一系列经济和企业制度变革，促进了国民经济的增长，对中国经济和社会的影响日益增强。

资本市场促进了中国经济和企业的发展。资本市场融资和资源配置功能逐步发挥，资本市场推动了企业的发展壮大和行业整合，截至到2007年底，企业通过发行股票和可转债共筹集1.9万亿元；上市公司的行业布局日趋丰富；资本市场促进了企业和资产价值的重新发现，引领了企业制度变革，促进了国有企业和国有资产管理模式的变革，促进了民营企业的发展。截至2007年底，上市公司总数量达到1550家，总市值达32.71万亿，相当于GDP的140%，上市公司日益成为中国经济体系的重要的重要组成部分。资本市场还丰富了我国企业吸引国际资本的方式，有助于中国经济更好地融入国际经济体系。

1992-2007.9上市公司总市值与主营业务收入总和占GDP比变化图



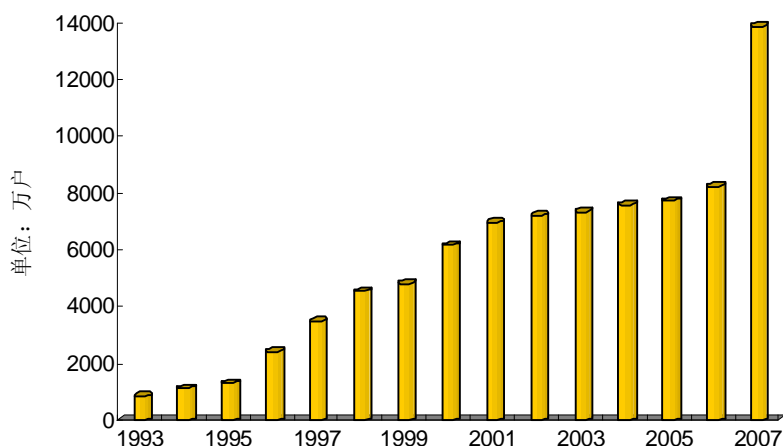
注：2007.9上市公司主营业务收入为季报披露数据，GDP为国家统计局初步核算数据。

数据来源：《中国证券期货统计年鉴(2007)》

资本市场也促进了中国金融体系改革。资本市场推动了金融体系结构的转型，改善了商业银行的治理结构，增强了金融体系的抗风险能力，改善了金融机构的盈利模式。

与此同时，中国资本市场在自身的建设和发展过程中，对社会发展的影响日益增强。资本市场的发展使居民的投资品种由早期单一的储蓄，扩展到股票、国债、企业债、可转换公司债、证券投资基金、权证、期货等多种理财工具，丰富了居民理财的方式，居民可通过投资于资本市场分享中国经济的成长，资本市场也带动了消费及相关服务业的发展，财富效应初步显现。

1993-2007 投资账户数量



数据来源：《中国证券期货统计年鉴(2007)》

资本市场为保险公司、社保基金、企业年金等机构提供了资产增值保值的渠道，从而，间接为社会保障体系的完善提供了有力支持。资本市场在中国的发展催生了证券公司、证券投资基金管理公司、期货公司等证券期货经营机构，并且推动了投资银行、证券经纪和销售、资产管理、证券分析、证券咨询等新职业的兴起，为中国金融业培养了大量专业人才。资本市场在其发展过程中不仅自身建立了相对完备的法规体系，同时，资本市场的发展还推动了其他相关法规的完善，推动中国会计准则不断完善和标准化，特别是新会计、审计准则的实施，大大缩小了与国际标准间的差距。

第二章 近年来资本市场重大政策及改革措施

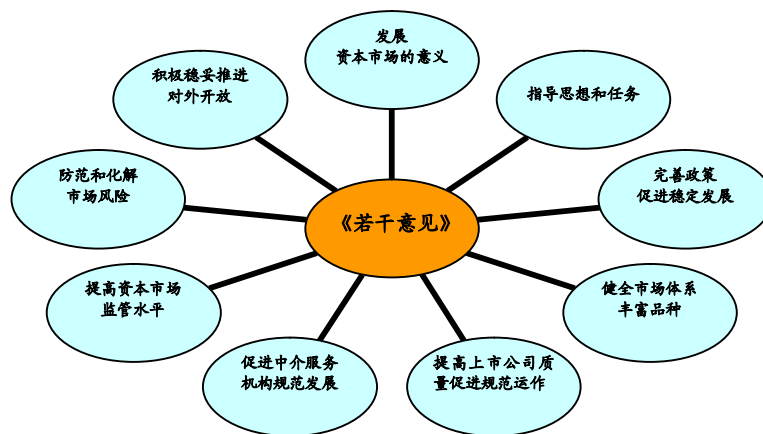
中国资本市场是伴随着经济体制改革逐步发展起来的“新兴加转轨”市场。由于建立初期的整体环境和市场本身制度设计上的局限，中国资本市场积累了一些深层次问题和结构性矛盾。这些问题与矛盾制约了市场功能的有效发挥，阻碍了市场的进一步发展。中国资本市场的问题是发展中的问题，也只有在发展中，通过不断深化改革才能得以解决。近几年，中国证监会推出了一系列旨在完善市场基本制度和恢复市场功能的改革措施。2006年，修订后的《公司法》和《证

券法》开始实施,有关资本市场监管法规和部门规章也得到了相应的调整与完善。这些措施推动中国资本市场发生了深刻的变化。

《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》的发布

国务院于2004年1月31日发布《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》,将发展中国资本市场提升到国家战略任务的高度,提出了九个方面的纲领性意见,为资本市场的进一步改革与发展奠定了坚实的基础。

《若干意见》的主要内容



《若干意见》是中国政府就发展资本市场的作用、指导思想和任务首次进行全面明确的阐述,对发展资本市场的政策措施进行整体部署,它将大力发展资本市场提升到前所未有的战略高度,对中国资本市场的改革与发展具有重要的现实意义和深远的历史影响。

股权分置改革

股权分置的产生主要根源于早期对股份制以及资本市场功能与定位的认识不统一,并且国有资产管理体制的改革还处在初期阶段,国有资本运营的观念还没有完全建立。作为历史遗留的制度性缺陷,股权分置在诸多方面制约了中国资

本市场的规范发展和国有资产管理体制的根本性变革。而且，随着新股发行上市的不不断积累，其对资本市场改革开放和稳定发展的不利影响也日益突出。

解决股权分置问题，本质上是实现机制上的转换，即通过非流通股股东和流通股股东之间的利益平衡协商机制，消除 A 股市场股份转让的制度性差异。在整个改革过程中，市场各方遵循了“统一组织、分散决策”的工作原则与“试点先行、协调推进、分步解决”的操作思路。

在改革中，非流通股股东与流通股股东之间采取对价的方式平衡相互利益，非流通股股东向流通股股东让渡一部分其股份上市流通带来的收益。其中，对价的确定既没有以行政指令的方式，也没有统一的标准，而是由上市公司相关股东在平等协商、诚信互谅、自主决策的基础上采取市场化的方式确定。改革方案需经参加表决的股东所持表决权的 2/3 以上和参加表决的流通股股东所持表决权的 2/3 以上同时通过，保证了在各参与主体博弈中广大中小投资者的利益得到充分保护。

股权分置改革的顺利推进使国有股、法人股、流通股利益分置、价格分置的问题不复存在，各类股东具有一样的上市流通权和相同的股价收益权，各类股票按统一市场机制定价，二级市场价格开始真实反应上市公司价值，并成为各类股东共同的利益基础。因此，股权分置改革为中国资本市场优化资源配置奠定了市场化基础，使中国资本市场从市场基础制度层面与国际市场不再有本质的差别。

截至 2007 年底，沪、深两市共 1298 家上市公司完成或者已进入股改程序，占应股改公司的 98%；未进入股改程序的上市公司仅 33 家，股权分置改革在两年的时间里基本完成。

“股权分置改革是中国资本市场完善市场基础制度和运行机制的重要变革，也是前所未有的重大创新。其意义不仅在于解决了历史问题，还在于为资本市场其他各项改革和制度创新积累了经验、创造了条件。”

股权分置改革的实践证明，资本市场的重大改革必须坚持“尊重市场规律，有利于市场的稳定和发展，切实保护投资者特别是公众投资者的合法权益”的基本原则；在解决资本市场的历史遗留问题和调整复杂利益关系时，必须要妥善处理改革力度与市场稳定之间的平衡，以稳定市场预期为核心；在改革措施

的实施过程中，必须正确处理政府和市场的关系，实现政府统一组织与市场主体分散决策的协调，从而达到市场各方共赢的良好效果。

全面提高上市公司质量

十多年来，受体制、机制、环境等因素影响，相当一批上市公司法人治理结构不完善、运作不规范、质量不高，严重影响了投资者的信心，制约了资本市场的健康稳定发展。2005年11月，国务院批转了中国证监会《关于提高上市公司质量的意见》，从2006年3月起，中国证监会开展了旨在进一步促进上市公司规范运作、加强上市公司治理、提高上市公司质量的专项活动。

完善上市公司监管体制。2004年开始实行的上市公司辖区监管责任制是上市公司监管体制上的一次重大改革，提出“属地监管、权责明确、责任到人、相互配合”的要求，有效地发挥了派出机构的一线监管优势，提升了监管深度和力度。

强化信息披露。1999年后，上市公司监管从行政审批为主逐步向以信息披露为主过渡，中国证监会结合资本市场发展实践，根据新的《公司法》、《证券法》对上市公司信息披露提出的更高要求，制定了《上市公司信息披露管理办法》，进一步完善信息披露规则和监管流程，提高上市公司信息披露质量及监管的有效性。

规范公司治理。为完善公司治理规则，中国证监会陆续出台了一系列相关法规，包括《上市公司章程指引》、《上市公司治理准则》、《上市公司股东大会规则》等，并引入了独立董事制度，基本确立了上市公司治理结构的框架和原则。

清欠违规占用上市公司资金。为有效解决严重影响上市公司健康发展的大股东及其关联方侵占上市公司资金问题，中国证监会协同地方政府和有关部门全面开展“清欠”攻坚战，并推动《刑法》中增加了“侵占上市公司资产罪”，加大了对大股东和实际控制人侵占上市公司资产行为的责任追究力度。截至2006年底，已有399家公司完成“清欠”或进入“清欠”程序，涉及资金390亿元，涉

及资金占用问题的上市公司家数和占用资金额同比分别下降 93%和 84%，控股股东和实际控制人违规占用上市公司资金的问题基本解决。

建立股权激励机制的规章制度，推动市场化并购重组。其中，上市公司“清欠”旨在解决业已存在的严重影响上市公司健康发展的大股东及其关联方侵占上市公司资金问题。截至 2006 年底，已有 399 家公司完成“清欠”或进入“清欠”程序，涉及资金 390 亿元，涉及资金占用问题的上市公司家数和占用资金额同比分别下降 93%和 84%。

建立股权激励机制。中国证监会于 2006 年 1 月发布了《上市公司股权激励管理办法（试行）》，以进一步促进上市公司建立、健全激励与约束机制为目的，规定股权激励的主要方式为限制性股票和股票期权，并从实施程序和信息披露角度对股权激励机制予以规范，对上市公司的规范运作与持续发展产生深远影响。

推动市场化并购重组。通过修订《上市公司收购管理办法》，启动向特定对象发行股份认购资产的试点，推动了上市公司做优做强和鼓励上市公司控股股东将优质资产、优势项目向上市公司集中，使市场化的上市公司并购重组和企业整体上市显著增加。资本市场已经成为中国企业重组和产业整合的主要场所。

“上市公司是中国经济运行中具有发展优势的群体，是资本市场投资价值的源泉。提高上市公司质量，是强化上市公司竞争优势，实现可持续发展的内在要求；是夯实资本市场基础，促进资本市场健康稳定发展的根本；是增强资本市场吸引力和活力，充分发挥资本市场优化资源配置功能的关键。

证券公司综合治理

2004 年前后，证券公司长期积累的问题充分暴露，风险集中爆发，全行业生存与发展遭遇严峻的挑战。中国证监会按照风险处置、日常监管和推进行业发展三管齐下，防治结合，以防为主，标本兼治，形成机制的总体思路，对证券公司实施综合治理。

2004 年中国证监会制定了创新类和规范类证券公司的评审标准，支持优质公司在风险可控、可测、可承受的前提下拓展业务空间；普查摸清证券公司风险底数，清理挪用客户保证金、挪用客户债券、股东及关联方占用、违规委托理财和帐外经营等违规风险事项；在维护市场和社会稳定的同时，积极稳妥地处置了

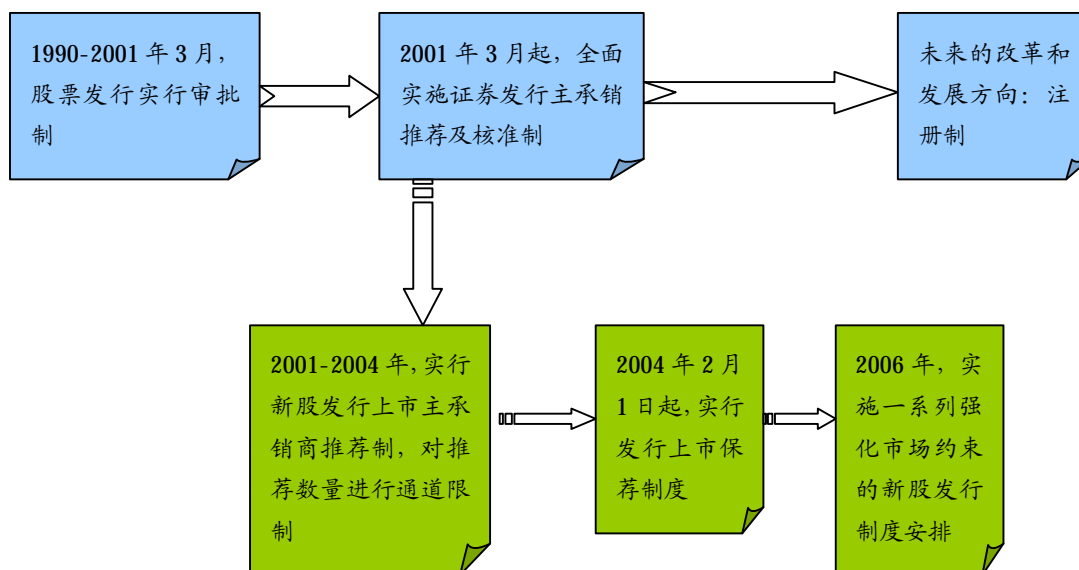
31 家高风险证券公司，并探索出多样化的重组并购模式；依法追究了有关人员的责任；实行客户交易结算资金第三方存管制度；改革国债回购、资产管理、自营等基本业务制度，建立证券公司财务信息披露和基本信息公示制度，完善以净资本为核心的风险监控和预警制度；加强对证券公司高管人员和股东的监管，规范高管和股东行为；成立了中国证券投资者保护基金有限责任公司。综合治理期间，按照“试点先行、逐步放开”的原则，支持优质公司推出新产品、试办新业务，拓展业务空间、改善盈利模式，取得了良好的示范效应。2007 年 7 月，中国证监会以证券公司风险管理能力为基础，结合公司市场影响力对证券公司进行了重新分类，支持优质证券公司做大做强。2007 年 8 月底，证券公司综合治理工作成功结束，实现了各项主要目标。

· 证券公司综合治理的成功经验表明，化解风险和制度建设必须同步推进，加强行业监管与鼓励创新发展要有机结合；证券市场深化改革要标本兼治，重在治本；风险处置要确保行业、市场和社会稳定；保持证券行业的长期健康发展，必须完善证券公司运行与监管的基础制度。

发行制度改革

我国股票发行制度从资本市场建立之初的审批制到核准制，朝着市场化的方向进行了各种改进，但与成熟市场的注册制相比仍有一定的差距。为了进一步提高发行效率、充分发挥资本市场的功能，对发行审核制度仍须进一步深化改革。

发行审核制度的演进



发行审核制度透明化。2004年2月，发行上市主承销商推荐制（实行通道限制）过渡到保荐制度，建立了保荐机构和保荐代表人问责机制。同年末，取消了发审委委员身份保密的规定，使核准制下市场参与者各负其责、各担风险的原则得到落实，实现了发行制度市场化改革目标的第一步。

证券发行的市场约束得到强化。2006年，《上市公司证券发行管理办法》、《首次公开发行股票并上市管理办法》、《证券发行与承销管理办法》及相应配套规则体系先后推出，形成了全流通模式下的新股发行体制。这一系列制度安排进一步强化了市场约束，提高了发行效率。

发行定价机制市场化。中国证监会于2004年底对股票发行价格取消核准，实行询价制。2006年9月发布的《证券发行与承销管理办法》进一步重点规范了首次公开发行股票的询价、定价以及股票配售等环节，完善了询价制度，加强了对发行人、证券公司、证券服务机构和投资者参与证券发行行为的监管。

“股票发行体制改革的实践表明，资本市场的制度安排应该逐步从“政府主导型”向“市场主导型”方向转变，增强市场约束机制，提高市场运作的透明度，将定价过程更多地交由市场参与主体决定。这不仅能够增强定价的准确性，使市场的发展得以顺利推进，也使市场参与主体在获得各自利益的同时承担相应的责任和风险。”

基金业市场化改革及机构投资者发展

1998年，中国证监会开始推动基金业的发展。但是，在基金业发展初期，由于起步晚，各方面运作尚不成熟，市场的投机气氛浓厚，基金行业曾发生过一些违规行为，使行业发展遭受重大挫折。从2000年起，中国证监会提出“超常规发展机构投资者”，并将其作为改善资本市场投资者结构的重要举措。

基金业市场化改革。2002年，中国证监会主导的基金审核制度渐进式市场化改革启动，监管部门简化审批程序，引入专家评审制度，使基金产品的审批过程渐趋制度化、透明化、专业化和规范化。从2002年初到2005年底，在市场整体下跌的环境下，市场化改革极大地释放了行业的潜能，基金资产规模从800亿元增长到5000多亿元，基金持股市值占流通股的比重从5%增长到近20%。2006年，全年新募集基金4028亿元，接近以往8年新募基金规模总和，2007年基金资产规模总和达3.1万亿。同时，行业运作的规范化、透明化程度得到加强，社会公信力初步建立。改革所引入的市场竞争机制，激发了基金管理公司创新能力和服务质量的大幅提升。2002年以来，中国基金业推出了成熟市场绝大多数主流基金产品，丰富了投资者的选择。

对外开放稳步推进，推动形成有效竞争格局。2002年7月，《外资参股基金管理公司设立规则》开始施行，截至2007年底，59家基金管理公司中有28家合资基金管理公司，内资公司、合资公司和QFII形成机构投资者间有效竞争的格局。

此外，随着资本市场的发展，保险、社保基金以及企业年金等机构投资者逐步进入资本市场，初步改善了资本市场的投资者结构及各类机构投资者发展不平衡的局面。

“市场化、规范化和国际化，是中国基金业近年来改革最为显著的特征，也是行业得以健康发展的重要经验。基金业的市场化改革，使得机构投资者力

量迅速壮大，基本改善了中国资本市场长期以来以散户为主的投资者格局。资本市场主流的投资模式发生了根本变化，从投机和坐庄盛行转向重视公司基本面分析和长期投资。

资本市场法律体系逐步完善

1993年的《公司法》和1998年的《证券法》是规范资本市场的两部重要法律，对促进中国资本市场的健康发展，维护社会经济秩序，促进社会主义市场经济发展，发挥了重要的作用。随着经济体制改革、金融体制改革的不断深入和社会主义市场经济持续的发展，市场发展各方面发生了很大变化，出现许多新情况，这两部法律已不能完全适应新形势发展的客观需要，亟需修改。2005年10月全国人大修订了《公司法》和《证券法》（简称“两法”），并于2006年1月1日开始实施。

与“两法”的修订相适应，全国人大、国务院各部委对相关法律法规和部门规章进行了梳理和调整。出台《刑法修正案（六）》，修订了《企业破产法》。中国证监会陆续颁布了《冻结、查封实施办法》、《上市公司治理准则》、《上市公司股东大会规则》、《上市公司章程指引（2006年修订）》、《上市公司非公开发行股票实施细则》、《证券公司董事、监事和高级管理人员任职资格监管办法》、《证券结算风险基金管理办法》等一批规章和规范性文件，基本形成了与“两法”配套的规章体系。

法治是资本市场有序运行的基础和稳步发展的保障。由于中国资本市场是一个新兴加转轨的市场，完善相关法律法规体系，对推动市场的法制化、规范化尤为重要。“两法”的修订和资本市场相关法律法规的完善，进一步理顺了资本市场的法律关系，健全了资本市场运行机制，对全面提升资本市场法治水平、加快推进资本市场改革发展必将产生深远的影响。

中国资本市场的近期发展

2006年，在众多历史遗留问题得到妥善解决，机构投资者迅速壮大，法律体系逐步完善的基础上，中国资本市场出现了一系列积极而深刻的变化，市场规模迅速扩张，交易日趋

活跃。截至 2007 年底，沪、深两个市场的共有上市公司 1550 家，总市值达 32.7 万亿，相当于国民生产总值的 140%，位列全球资本市场第三，新兴市场第一。2007 年首次公开发行股票融资 4595.79 亿元，位列全球第一。日均交易量 1903 亿，成为全球最为活跃的市场之一。在市场规模和交易量成倍增长的情况下，交易结算系统和监管体系基本保持了平稳运行，未发生影响市场正常运行的异常事件。

中国资本市场近年来的快速发展，一方面得益于中国经济的持续、稳定、健康发展；另一方面，也得益于各项改革措施沿着渐进式的市场化改革方向稳步推进，并将成熟市场经验与中国国情有机地结合起来。

实践证明，推进中国资本市场的改革与发展，必须把资本市场作为一项重要的战略任务；必须与中国国情相结合，紧密服务于中国经济发展的需要；必须加快市场化改革的步伐，调动市场参与者的积极性，实现市场发展和创新的目标；必须进一步完善法律和监管体系，不断提高市场规范化运作的程度；必须积极推进资本市场的有序开放和国际化程度，不断提高中国资本市场在未来国际金融体系中的综合竞争力。

第三章 中国资本市场存在的问题与不足

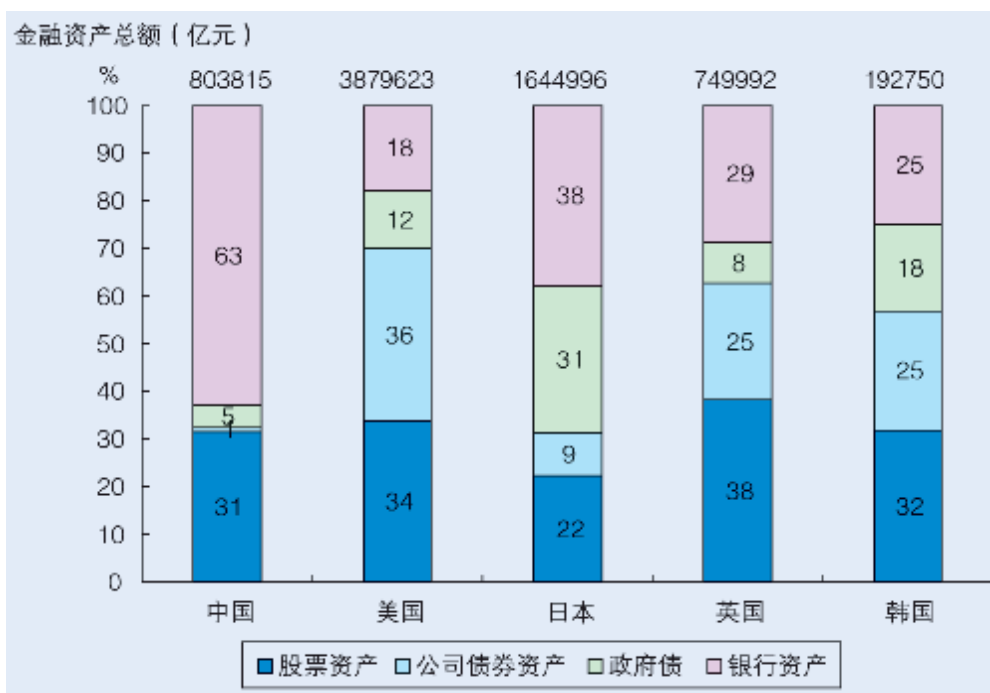
中国经济发展的良好前景和转型需求，为资本市场提供了历史性的发展机遇。但是，与中国经济未来发展的要求相比，与处于类似经济发展阶段的其他新兴资本市场相比，以及与境外成熟市场相比，中国资本市场在许多方面仍然存在一定差距。

如何评估中国资本市场的发展现状：分析中国资本市场所面临的问题和挑战，应当以国际化视野进行多视角分析，避免简单类比造成的片面性。为此，除了考虑中国自身经济背景，我们还选取了一些境外市场进行比较，包括美国、英国、德国、日本等成熟市场，韩国和印度等新兴市场。

资本市场的整体规模有待扩大、结构有待完善

资本市场整体规模偏小，直接融资比例较低，股票市场和债券市场的比例失衡。2007年11月底，中国资本市场资产总额的比例虽然有了快速提高，升至37%，但是比例仍然较低，资本市场整体规模依然偏小。2001至2007年，中国境内直接融资筹资额与同期银行贷款增加额之比分别为9.50%、4.11%、2.97%、4.49%、2.05%、8.38%和21.95%，虽然逐步提高但是仍然偏低。2007年底，中国债券市场规模仅相当于股票市场规模的26.7%，远低于美国等成熟市场，甚至低于韩国、印度等新兴市场，结构失衡问题较为突出。

金融资产结构国际对照表



注：中国数据截至2007年9月底，其他国家数据截至2006年底。

数据来源：中国数据来自中国银监会网站、中国债券信息网，其他国家数据来自世界银行。

股票市场实际进入流通市场的股份比例偏低，多层次资本市场刚刚起步，不能满足多元化的投资及融资需求。2007年股票市场规模迅速扩大，截至年底，股票总市值达到32.7万亿元，与2006年GDP的比值为155%，但是现有实际进入流通领域的股份比例偏低，仅为上市公司总股本的28.4%，尤其是大市值股票实际进入流通领域的股份比例过低。另外，上海、深圳证券交易所主板市场规模偏小。深圳证券交易所中小企业板尚处于发展初期、规模小、行业覆盖面较窄。创业板尚未设立。代办股份转让系统有待进一步健全和完善。缺少柜台交易市场（OTC市场）。

证券交易所竞争力有待提高。体现在交易品种和数量不够丰富，交易机制有待完善，收入模式比较单一。

债券市场，尤其是公司债券市场发展滞后。2006年底，中国债券市场资产总量为6.02万亿元，仅相当于当年GDP的28.7%，远低于境外成熟市场水平。2007年底，中国债券市场资产总量上升到8.72万亿元，但是总体规模仍然较小。同时，品种结构不合理，公司债券市场发展滞后。截至2007年底，中国债券市

场只有少量的短期融资券、可转换公司债、可分离交易公司债以及上市公司债属于真正意义上的公司债券，在债券市场总量中的比例仅为 4.1%。2006 年底，上述公司债券规模相当于 GDP 的比例仅为 1.4%，远低于成熟市场。另外，市场相互分割，投资者结构不合理，债券市场投资者严重同质。

商品期货和金融期货市场有待发展。体现在市场规模较小，品种结构简单，品种创新相对不足，投资者结构尚需进一步完善，中介机构实力有待提高，金融衍生品市场尚未形成等方面。

市场机制有待进一步健全，效率有待进一步提高

中国资本市场的发展，难以脱离经济发展的整体水平和体制改革的总体进程。在市场经济体制不完善、社会信用体系不健全的大背景下，中国资本市场尚未形成真正的资本约束机制，市场价格对于社会资源的引导和企业行为的约束都不够有效，市场效率有待提高。

发行体制市场化改革有待深化。首先，股票发行体制已经在一定程度上实现了市场化定价，但是，现有发行体制仍然存在行政控制环节过多、审批程序复杂等问题。一方面，股票市场发行体制仍然采用行政色彩较浓的核准制，从发行人资格审查、发行规模、发行乃至上市时间等方面，在很大程度上都由监管机构决定。但是在境外成熟市场上，股票发行普遍实行注册制，程序更为便捷和标准化，定价机制更加市场化。另一方面，中介机构、专业机构投资者在发行定价过程中的作用没有充分发挥。其次，债券市场发行机制存在诸多缺陷。由于不同部门制定的发行审批具体规则差别很大，造成不同债券产品的发行审批标准不同。此外，企业债券发行审核体制总体上仍然沿用高度依赖行政审批的额度制。这些因素在一定程度上阻碍了债券市场的发展。此外，由于国债交易市场流动性不足，收益率曲线不完整，导致债券市场的发行和交易均缺乏必要的利率基准，制约了债券市场市场化定价功能的有效发挥。

交易机制有待进一步完善，交易成本较高。中国股票市场至今缺乏做空机制，难以形成有效的套利机制，限制了市场价格发现功能的充分发挥，降低了股票市

市场运行的有效性。在市场深度和流动性成本指标方面，中国股票市场与境外主要市场相比还存在一定差距。以上海、深圳证券交易所市场与境外市场交易的价格冲击成本相比较，中国股票市场的流动性成本不仅高于美国、英国、德国、日本等成熟市场，也高于印度、韩国等新兴市场。债券市场交易机制有待完善。目前，银行间债券市场、交易所债券市场以及银行柜台债券市场相互连通不足，债券交易的流动性成本较高，效率较低。

登记结算的法规制度和风险管理体系有待完善。目前上海、深圳证券交易所的登记结算技术系统仍然相互独立，同一个投资者持有的证券分别登记在两个证券帐户内。这种相对分割的登记结算体系降低了股票市场的整体运行效率，增加了跨市场创新产品推出的技术难度。

市场分割降低了资本市场的有效性。目前中国股票市场分为国内 A 股市场、国内 B 股市场和香港市场（红筹股和 H 股），债券市场则分为银行间债券市场、交易所债券市场和银行柜台交易市场。市场间相互分割，缺乏必要的套利机制，降低了中国股票市场和债券市场的有效性。

上市公司整体实力有待提高，内部治理和外部约束机制有待完善

对国民经济代表性不足。目前中国股票市场上绩优大盘蓝筹股仍然偏少。另外，大批非公有制企业快速成长，其中有大量创新能力较强、生产效率较高的企业，但目前这一企业群体在中国上市公司构成中的比例过低。中小企业板建立以后，这种情况得到了一定程度的改善，但是总体来看，当前上市公司的结构仍然无法全面反映国民经济的发展特点和趋势。

公司治理水平有待提高。近几年，中国上市公司的治理水平有了明显提高，但是由于受体制、机制等多种因素的影响，中国仍然存在着影响上市公司规范发展的若干突出问题。比如部分控股股东直接干预上市公司事务。部分上市公司的公司治理“形似而神不至”，“三会”（股东大会、董事会和监事会）运作流于形式。部分国有上市公司所有者缺位，内部人控制问题严重。部分上市公司高管人员的勤勉尽责的意识淡薄。

市场化筛选机制有待完善。首先，退市机制有待完善。一方面，现有退市制度缺乏足够的灵活性，退市标准在一定程度上被固化。另一方面，现行退市制度过于强调上市公司的业绩使得标准过于僵化。同时，现行的退市标准单一，没有针对不同市场的不同退市标准，不利于多层次资本市场的形成。因此，退市机制的不完善使得市场的优胜劣汰机制得不到充分的发挥。其次，市场化的收购兼并机制有待优化。股权分置改革完成后，上市公司股份全流通的格局基本形成，但是市场化的收购兼并机制尚未完善。一些国有控股的上市公司并购重组活动显现出较强的行政干预特征，交易的定价过程也在很大程度上受行政因素影响。市场主体的守法和诚信意识比较淡薄，上市公司收购活动中的违法违规现象屡有发生。市场化并购机制的不完善使得上市公司治理缺乏有效的外部约束机制，也使得资本市场资源配置的功能不能得到充分发挥。同时，随着对外开放程度不断扩大，外资并购趋于活跃。在这些背景下，如何保证兼并收购过程的公平、公正、透明，有效打击内幕交易和市场操纵，推动市场化并购机制的完善，如何妥善解决跨国并购中遇到的各种法律和政策问题，给监管部门带来了新的挑战。

证券公司综合竞争力较弱

经过十多年的发展以及近几年的综合治理，中国证券公司进入快速发展时期。2006年，证券公司扭转连续四年亏损的局面，历史遗留问题也得到有效化解。但是，与国际大型金融服务机构相比，中国现有证券公司的规模仍然普遍偏小，核心竞争力仍然有待提高。

整体规模偏小。2007年11月底中国共有证券公司106家，证券公司总股本8522亿元，总资产1.72万亿元，2007年1至11月证券公司总收入2516亿元，全行业盈利1745亿元，管理资产总值828亿元，与国际大型投资银行相比，除总股本外，总资产及管理资产总规模仍然过小，目前中国全部证券公司及管理资产总额尚不及一些国际大型投资银行的资产规模。

盈利模式同质。中国证券公司现有业务中经纪业务在盈利中占比过高，直接投资、并购咨询等业务尚未有效开展。大部分证券公司经营模式单一。

行业集中度不足。目前中国证券行业仍然高度分散。与此相反，在国际成熟

市场上，证券公司都经历了一个由小型化、分散化逐步向大型化、全能化发展演变的过程。

证券公司治理结构和内部控制机制不完善。首先，证券公司的股权结构不合理，普遍存在两种极端情况。相当一部分证券公司股权结构较为单一，大股东控制管理层的现象较为突出；另一些证券公司股权结构又过于分散，股东会、董事会对管理层的监督控制不足，易产生内部人控制的问题。其次，证券公司治理结构尚不完善。再次，一些证券公司内部控制制度流于形式，疏于执行。一些公司的部门之间没有形成有效的相互监督和制约关系，公司总部对各分支机构也缺乏严格、有效的管理，违法违规的事件时有发生。还有，大部分证券公司尚未建立股权激励机制。由于缺乏有效的激励约束机制，使得一些公司管理层行为短期化，也使得以人力资本为核心的证券行业整体竞争力较弱等。

整体创新能力不足。目前证券公司在产品创新、业务创新、组织创新方面受到较多限制，整体创新能力不足。一方面证券公司创新活动受到一些体制和市场环境的制约，时间较长、不确定性因素较多，在一定程度上影响了公司创新的动力和投入；另一方面，部分证券公司在创新活动中未能有效控制可能产生的风险，也在一定程度上增加了创新活动的成本。

投资者结构不合理，机构投资者规模偏小，发展不平衡

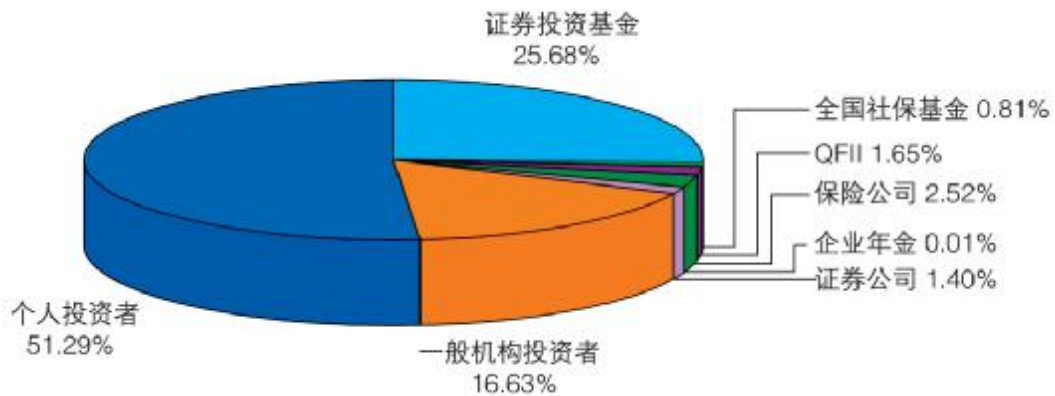
近年来，随着机构投资者特别是证券投资基金的快速发展，投资者结构有所改善。但总的来说，中国资本市场的投资者结构不合理，机构投资者整体规模偏小，发展不平衡。

个人投资者尤其是中小个人投资者比例偏高。根据深交所、上交所的统计数据，中国股票市场投资者目前仍然主要以短线投资为主，缺乏真正的长期投资者。与境外成熟市场相比，目前中国股票市场投资者平均换手率偏高。从投资行为分析，与机构投资者相比，个人投资者尤其是中小个人投资者更偏向于持有和交易小盘股、低价股、绩差股和高市盈率股，持股时间较短、交易较为频繁。

机构投资者整体规模偏小。与境外成熟市场同类型机构投资者相比较，目前

中国股票市场上的各类机构投资者持股期限普遍较短、交易比较频繁，短期投资行为比较明显。同时，现有各类机构投资者之间在投资理念、投资标的等方面显示出较大的雷同性，不利于股票市场的长期健康发展。

2007 年底股票市场投资者市场份额



证券投资基金产品不够丰富、业务创新不足。过去几年中，基金市场取得了快速发展，成绩显著。但是，与成熟市场相比，中国基金行业规模仍然较小。证券投资基金管理公司现有经营模式单一、产品不够丰富。同时，现有证券投资基金管理公司股东结构不够合理、长期激励约束机制不到位等问题是制约基金业进一步发展的主要障碍之一。近几年基金业规模的快速扩展对专业人才提出了巨大需求，基金业人才瓶颈问题日益突出。

保险公司、社保基金、企业年金等其他类型机构投资者参与不足。第一，与成熟市场相比，养老金制度发展滞后。第二，保险资金实际投资于资本市场的资金规模偏小，占整个保险资金的比例较小。上述机构投资者的发展不足和对资本市场的参与程度不足使得资本市场缺乏长期机构投资者。

各种类型的集合型投资计划监管规则不统一。集合型投资计划产品的监管机构多，监管规则复杂。虽然不同集合型投资计划产品本质相同，而且相互之间存在较强的可替代性，但是监管机构各不相同，相应的监管理念和监管手段也存在较大差异。这种不统一加大了监管成本，降低了市场效率，也不利于该市场的长期发展。

非公募型投资基金发展不规范。在境外成熟市场上，非公募型基金市场规模大，参与机构众多。而中国本土的私募股权投资基金由于退出渠道不够畅通、管

理机制落后等原因，发展较为缓慢，市场影响力还比较低。此外，中国二级市场非公募基金的发展长期处于灰色地带。随着股票市场的不断活跃，二级市场非公募基金的规模发展很快，对市场的影响日益增强。但是，部分基金在运作模式、内部控制、资金外部托管等方面有待进一步完善。

法律、诚信环境有待完善，监管有效性和执法效率有待提高

由于中国资本市场仍然处于新兴加转轨的阶段，市场的一些体制性问题仍然存在，需要随着法律法规的完善加以解决。同时，由于资本市场自身的迅速发展，内部和外部环境也处于不断发展变化之中，既有的法律体系和法律制度需要不断进行调整、补充和完善。

从监管体制看，目前过于依赖行政监管的局面已经明显不能适应资本市场发展的要求。同时，由于缺乏应有的灵活性，监管队伍的整体素质和监管工作的效率尚不能完全适应市场发展的需求。

监管协调机制、执法有效性都有待进一步完善。另外，当前自律组织功能尚不健全，自律监管过弱。

此外，股权文化和诚信环境的建设有待进一步加强。

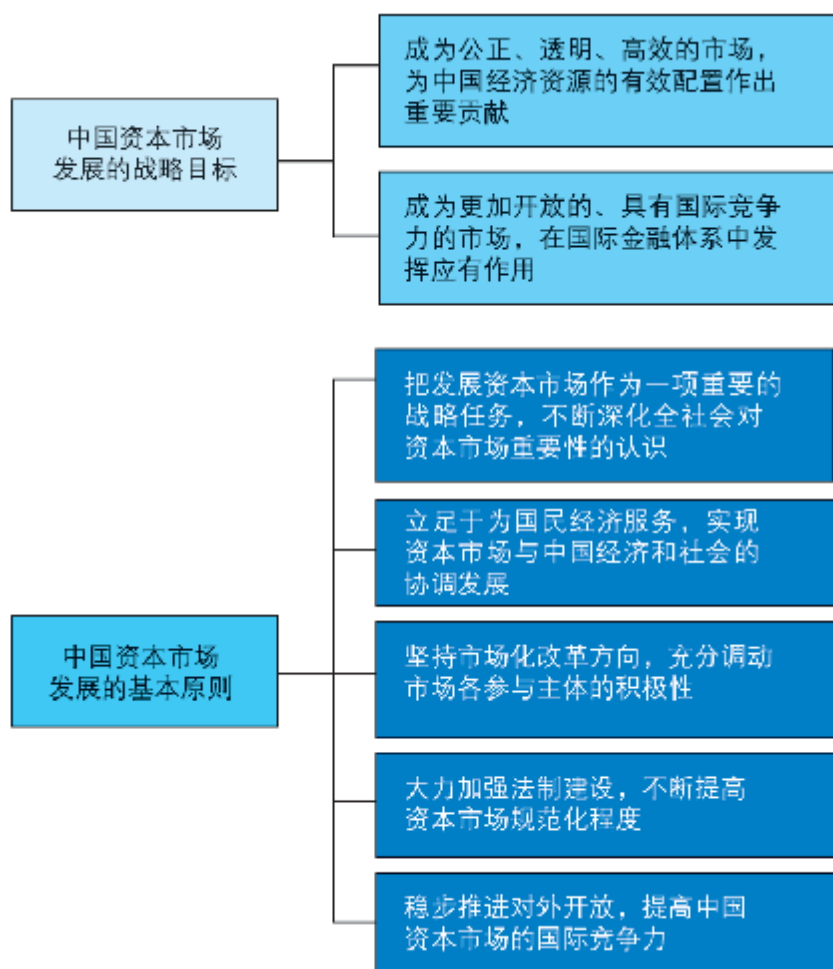
与中国经济的未来发展所提出的要求相比，与处于类似经济发展阶段的其他新兴市场相比，以及与境外成熟资本市场相比，中国资本市场在许多方面仍然存在一定的差距。从市场规模、结构到市场效率，从上市公司治理结构到证券期货服务机构的管理水平，从交易所竞争力到各种基础设施的效率，从法律法规的完备性到执法的有效性，都存在着严峻的挑战。但是，我们也应当看到，中国经济发展的良好前景和转型的客观需求，为资本市场的发展提供了历史性机遇。客观分析中国资本市场的差距和面临的挑战，充分考虑中国国情和市场发展阶段的特点，借鉴成熟市场的经验，制定资本市场发展战略，将为资本市场未来的健康发展奠定良好的基础。

第四章 中国资本市场发展战略及展望

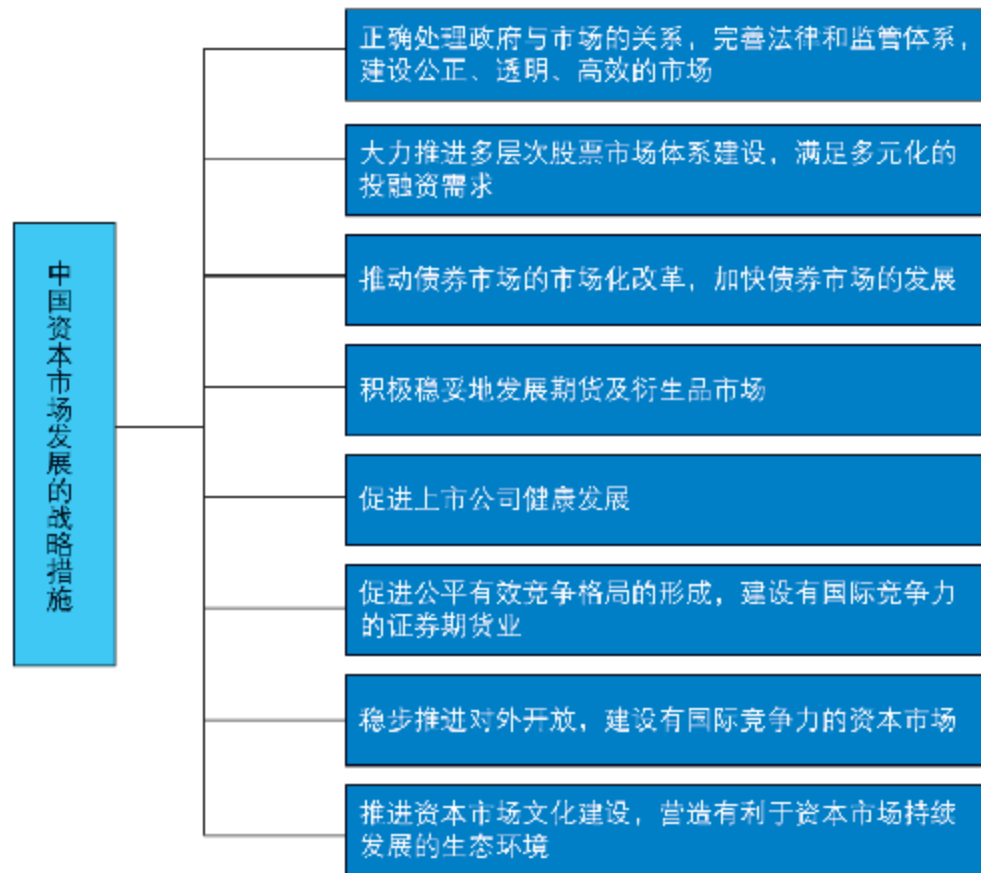
中国资本市场的改革和发展,应该从有效推动中国经济可持续发展和构建自主创新经济体系的战略高度去规划。

展望未来,随着法制和监管体系的逐步完善,市场规模的扩大和效率的提高,国际竞争力的增强,中国资本市场将在未来和谐社会的建设中发挥重要的作用,并伴随中国经济的成长而发展成为一个具有国际竞争力的市场,在国际金融体系中发挥应有的作用。

中国资本市场发展的战略目标和基本原则



资本市场发展的战略措施（2008 - 2020）



正确处理政府与市场的关系，完善法律和监管体系，建设公正、透明、高效的市場。进一步简化行政审批，培育市场化发行和创新机制；完善法律体系，加大执法力度；加强监管队伍建设，提高监管效率；加强监管协调，防范金融风险。

大力推进多层次股票市场体系建设，满足多元化的投融资需求。大力发展主板市场；继续推进中小企业板建设；加快推动创业板建设；构建统一监管下的全国性场外交易市场；建立适应不同层次市场的交易制度和转板机制；完善登记、托管和结算体系。

推动债券市场的市场化改革，加快债券市场的发展。体现在完善监管体制，改革发行制度；建立健全债券市场主体的信用责任机制；建立统一互联的债券交易结算体制；丰富债券品种，完善债券投资者结构。

积极稳妥地发展期货及衍生品市场。完善期货品种体系，稳步发展金融衍生品；健全衍生品交易机制；优化投资者结构。

促进上市公司健康发展。加强公司信息披露；完善公司治理结构；推动并购重组市场规范发展；完善上市公司退市制度。

促进公平和有效竞争格局的形成，建设有国际竞争力的证券期货业。进一步放松管制，营造有利于创新和公平竞争的环境；完善证券期货经营机构的治理结构；完善风险管理制度，拓宽业务范围，推动证券公司提高核心竞争力；继续大力发展机构投资者。培养资本市场专业人才。

稳步推进对外开放，建设有国际竞争力的资本市场。坚持对外开放，把握好对外开放的节奏。在风险可控的前提下，有选择性地探索“走出去”的路径。加强国际监管合作。

推进资本市场文化建设，营造有利于资本市场持续发展的生态环境。加强投资者教育。建设健康的股权文化和诚信环境。

中国资本市场发展远景展望

经过二十多年的发展，中国资本市场成绩斐然。可以预期，中国资本市场具有广阔的发展前景。在服务于中国经济健康稳定和可持续发展的同时，中国资本市场也将不断发展壮大。

一、中国资本市场的法律和监管体系将基本完善，成为更公开、公平、公正的市场。

到 2020 年，中国资本市场的法律制度和监管体系将更加完善，机制健全、透明高效、运行安全的市场体系将基本建成，资本市场成为更加公开、公平、公正的市场。

资本市场法律制度和执法体系基本完善。资本市场的法律制度将基本完备，证券执法体系基本健全，执法效率显著提高，从而有效规范资本市场的各类活动并保障市场的稳健运行。各种与资本市场相关的法律责任制度安排得到切实落实，相关的司法审判机制基本形成，多样化的非诉讼的替代性纠纷解决机制得到建立，证券违法犯罪行为受到严厉打击，资本市场的规范化程度显著提高，投资者的合法权益得到有效保护，金融安全得到有效保障。

合理、高效的监管体制逐步完善。以政府监管、行业自律、市场主体的自我约束和社会监督组成的立体、多层次的监管体系基本确立。监管重点实现了从行政审批为主向信息披露为主的转变，监管模式实现了从机构监管向功能监管的转变。政府职能定位实现了从管理者到监管者的转变；证券、期货业协会及交易所的自律监管作用得到较为充分的发挥。

二、中国资本市场的深度和广度将大为拓展，成为一个高效、多层次和开放的市场

到 2020 年，中国资本市场的深度和广度将大为拓展，股票、债券、商品期货和金融衍生品市场全面发展，市场层次更为丰富。资本市场将包含丰富的投资产品、多样化的交易平台，形成满足多层次投融资需求的市场体系，为中国企业做大做强提供广阔的平台。

中国资本市场将成为效率较高、流动性较强和具有一定深度的市场。市场交易成本将大幅降低，市场效率较高；市场机制将充分发挥作用，资本市场的发行、定价、交易等环节将主要依靠市场机制的运行和自我调节；资本市场的进入成本相对较低。市场的流动性较高，冲击成本较低；风险监控和预警机制基本建立，系统性风险逐步降低；市场的深度和稳定性增强。

股票、债券、期货及金融衍生品市场全面发展，资本市场结构较为平衡与合理，金融产品更加丰富。股票市场规模不断扩大，代表中国经济主体的大部分企

业在中国资本市场上市，特别是大盘蓝筹股和创新型企业借助资本市场获得较大发展；上市公司运作规范，公司治理水平大幅提高。

债券市场成为资本市场重要的组成部分，与股票市场形成有效的平衡；债券品种多样化，适应中国经济发展需求的各种固定收益类、结构性和资产证券化等产品将不断出现。商品期货和金融衍生品的品种更加丰富。市场参与主体基本成熟，投资者多元化，具有良好的投资理念和风险意识。市场交易活跃，具有较高的流动性。

多层次市场体系得以建立，交易机制比较完善，交易所的市场化运作水平较高。多层次市场逐步建立，形成交易所市场与场外交易市场有机联系、相互补充的市场体系。交易结算制度基本完善。交易所的运作机制和管理水平具有一定的国际竞争力。

中国资本市场将成为开放的市场，并具有一定的国际竞争力。与中国经济的国际化程度相适应，中国资本市场将成为一个开放度较高的国际性市场。更多的国际金融机构将在中国资本市场提供服务，并与本土的证券期货经营机构形成良性竞争格局；国际资本在中国资本市场的参与程度有较大提高；国际企业可以选择在中国资本市场发行上市。资本市场的基础设施达到国际先进水平，在市场的深度、广度、融资成本、流动性和效率等方面具有一定的国际竞争力。

三、中国资本市场将出现具有国际竞争力的证券期货经营机构，金融服务水平全面提高

到 2020 年，伴随中国资本市场发展进入相对成熟阶段，证券期货经营机构的发展也将进入新的时期。证券公司、基金公司、期货公司等机构更加规范化和国际化，治理结构更加完善，激励机制更加健全，管理、服务和风险控制水平有较大提高。大批既了解国际运作、又服务于中国经济需求的专业人才成长起来。资本市场运行的良性格局基本形成。

证券公司的发展进入比较成熟的阶段，竞争力显著增强，出现具有国际竞争力的证券公司。证券公司的各项主要业务能力得到较大提高，形成了依托于本土市场的较强的全球竞争力。证券公司的盈利模式更趋多元化，抗风险能力显著增强；经过市场的竞争和筛选，中国资本市场将出现具有国际竞争力的证券公司。

以基金管理公司为主的资产管理机构全面发展，中国资本市场成为以机构投

投资者为主的市场。中国基金业获得较大发展，规模大幅增加；基金类型及品种比较丰富；保险资金、社保基金和企业年金等长期资金更大程度地投资于资本市场。中国资本市场成为以机构投资者为主的市场，出现具有国际竞争力的资产管理机构。

其他证券期货服务机构获得较大发展。在资本市场不断发展壮大的背景下，会计师事务所、律师事务所、评估师事务所、评级公司等其他证券期货服务机构也获得较大发展。各类机构的数量增加、规模扩大，运营、管理更加规范，专业化程度和执业水平显著提高。

四、中国资本市场在国民经济和社会发展中的作用将不断显现，成为建设和谐社会的重要力量

到 2020 年，中国资本市场将基本完成从“新兴加转轨”市场向成熟市场的过渡；资本市场的各项功能得到较为充分的发挥，成为推动和谐社会建设的重要力量之一。

直接融资为主的金融体系得以构建，金融结构得以优化，金融体系的弹性和稳定性增强。资本市场成为资源配置的主要场所，股权及债券融资等直接融资方式成为国民经济中主要的融资渠道，金融结构得以改善和优化，金融体系的弹性和稳定性增强。

资本市场为中国企业做大做强提供广阔的平台。随着中国资本市场效率的提升，并购和重组等市场筛选机制的逐步完善，资本市场将有力地推动中国企业做大做强。同时，多层次市场体系的完善使资本市场成为高科技和创新型企业的摇篮，大批高经济附加值、高成长性的企业在资本市场的推动下成长壮大，引领中国高科技产业的发展、产业结构的调整和自主创新体系的构建。

资本市场在和谐社会的建设中发挥应有作用。到 2020 年，中国资本市场的良好运行将大幅度提高资源配置的效率，有效地促进经济的增长和社会财富的增加；同时，资本市场还将引导投资布局的调整，拉动落后地区的发展；农产品期货市场的发展，将有助于变革农业生产与经营方式，促进社会主义新农村建设；资本市场将成为社会保障资金的重要投资场所，促进中国社会保障体系的完善；资本市场通过其创造的公平竞争、共同致富的平台，将在中国和谐社会的建设中发挥应有作用。

