

资本市场的共性和个性

——中国特色资本市场初探

李 康 祁宗超 许 雯 何 超 秦 川 李育文*

一、中国特色资本市场的内涵

2021年7月的国务院金融委会议提出要建设中国特色资本市场,一方面反映出我国资本市场改革开放进程不断推进,另一方面也突出了资本市场在我国国民经济中的重要地位。在建设我国特色资本市场的时候,一方面需要借鉴国际成熟资本市场的经验,另一方面也需要根据我国具体国情进行适当安排。中国特色资本市场在总体定位和功能上,如拓宽投融资途径、优化资源配置、促进价值发现、降低交易成本等方面是与国际市场惯例相一致的,但是处于我国特色市场经济发展的重要历史阶段,我国资本市场又有着其自身鲜明的特征。

(一) 分享发展成果,促进共同富裕

1. 挖掘增量做大蛋糕,迈向共同富裕目标

繁荣而规范的资本市场无疑是共同富裕增量改革的最佳途径。理想状态下的中国特色资本市场在需求与供给上应该具备以下效用:首先,资本市场在促进我国经济高质量发展方面承担着重要角色,能够实实在在地帮助做大财富分配的蛋糕。其次,资本市场作为生产资源货币化的市场,成为拓宽居民财产性收入的重要来源。最后,在良好的资本市场中所有的参与者都是公平的,在同一制度规则下,弱势群体同样可以通过自身的努力来实现富裕的目标:个人投资者通过努力和科学的投资实现财富增值;企业通过上市不断发展壮大从而惠及

* 作者简介:李康,博士,高级经济师,现任湘财证券股份有限公司首席经济学家、副总裁兼研究所所长,中国证券业协会监事(2002年7月至2021年5月),证券分析师、投资顾问与首席经济学家委员会主任委员;祁宗超,湘财证券股份有限公司研究所宏观分析师;许雯,湘财证券股份有限公司研究所行业部副经理;何超、秦川、李育文,均为湘财证券股份有限公司研究所宏观分析师。原载于《中国证券》2021年第10期。

自身、员工与顾客;企业员工可以通过各种形式的持股成为企业的所有者,也使自己的努力工作与企业的发展紧密结合。理论上资本市场通过提供公平公正的机会,可以让市场参与者在挖掘增量、做大蛋糕的基础上向共同富裕迈进。

2. 发挥财富管理功能,促进居民收入来源多元化

资本市场除了发挥提升效率的功能外,如果能够尽可能承担起“兼顾公平”的责任,通过其财富管理功能来实现全体居民财富的保值增值,则是资本市场在新发展阶段的最大挑战。一般而言,经济越发达的国家,其居民的财产性收入占比也越高,随着居民可支配收入的上升,其分享经济增长成果的理财需求也日渐旺盛。从财富管理的需求端来看,将日常消费的结余进行投资并以此形成财富的增值就构成了财产性收入。

从财富管理的供给端来看,我国居民财富保值增值的渠道有限。过去30年来,房地产市场一直是我国居民财富管理的主要渠道,但在使房子恢复正常居住功能而不是投资功能的“房住不炒”政策的执行下,资本市场有望逐渐成为我国居民财富保值增值的最主要渠道。

3. 支持中小企业发展,提供公平致富机遇

中国特色资本市场的目标之一就是构建多层次的资本市场,能够为不同类型的企业提供融资成长的平台。北京证券交易所建立的初衷正是为了更好地服务创新型中小企业高质量发展。资本市场自身也通过制度的完善,为场内参与者提供公平发展的机会。支持中小企业高质量发展的多层次资本市场,惠及的不仅仅是这些企业,更是这些企业背后的每个员工及顾客,可以使资本市场资源配置等功能惠及更广泛的人群。当然要达成上述目标,就需要资本市场要有良好的环境,哺育出能够给投资者带来具有足够成长性与稳定性的投资标的——金融产品与上市公司。

(二) 服务实体经济,助力转型升级

1. 经济面临转型关口,资本市场助力引导

随着我国经济发展红利的渐行渐远,此前粗放式的增长方式遇到瓶颈,因此推动经济转型升级、寻求新的增长动力成为我国经济发展的当务之急。在经济发展的初期,资本市场建设以前,我国的融资格局一直以间接融资为主要方式。但随着经济的不断发展,间接融资的模式逐渐显现弊端,即无法通过风险共担的形式为产业资本提供创新支持。而直接融资除了能够提供风险收益共担机制,有利于促进战略新兴产业的发展外,还具有更高的资源配置效率和更低的交易成本,可以将各类生产要素货币化和证券化,同时可以助推传统产业的优化升级。

资本市场中的行业占比情况大致可以反映出—个经济体的经济结构情况,我们可以对中美两国资本市场的构成作些有意义的比较。截至2021年6月末,从行业分布看,国内上市公司多集中在工业(26.32%)、信息技术(18.10%)和可选消费(15.39%)等板块;从行业市值看,金融、工业、信息技术等板块排名靠前,占比分别达到17.98%、16.25%和15.47%。反观美国上市公司多集中在金融(24.66%)、医疗保健(20.21%)和信息技术(13.70%)等板块,而市值居前的是信息技术、可选消费和金融等,占比分别达到31.81%、15.90%和12.61%(见图1和图2)。

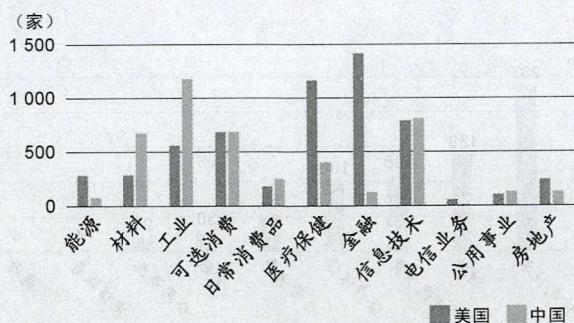


图1 中美上市公司分布比较

资料来源: Wind, 湘财证券研究所。

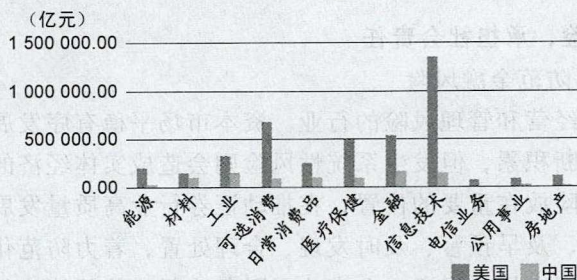


图2 中美市值比较

资料来源: Wind, 湘财证券研究所。

结合行业上市企业数量和行业市值可以发现,中国A股市场中金融上市企业数量虽然不算多,但体量巨大。从上市企业市值来看,A股排名前10位的企业有6家属于金融机构。反观工业板块,虽然上市企业数量是金融板块的10倍,但其市值却要低16万亿元左右。而美国股市虽然金融企业最多,但市值最高的行业是以苹果、微软、谷歌、亚马逊等为代表的信息技术板块,在美股市值排名前十大企业中,有8家是科技公司,这些科技公司的高成长性和高盈利性助推了美股的“长牛”及经济的发展。通过对比也可以看到我国资本市场的潜力与结构调整的目标。

2. 支持“专精特新”,完善多层次资本市场

我国在“十四五”规划中着重强调了创新驱动发展对于我国经济转型升级的重要作用,从国家发展战略的层面提出要实现科技发展的自立自强。从中国资本市场近几年新上市企业的行业分布看,上市企业正在经历结构性的改变。从2018年初至2021年上半年,A股市场新上市966家企业,基本集中在实体领域,金融上市企业仅30家。工业和信息技术行业占据半壁江山,上市企业数量分别达263家和237家,合计占比51.76%(见图3)。从上市企业分布的变化可以看出,资本市场近几年已逐步由过去以金融机构和传统大国企为主导的结构向创新驱动型方向转型。

随着资本市场对新技术、新产业、新业态、新模式的支持力度逐渐增大,制造升级国产崛起,属于“专精特新”企业的舞台大幕开始拉开。中国特色资本市场作为一个逐渐完善成熟的多层次资本市场体系,促进技术、资本和产业实现高水平循环,从而实现服务我国实体经济转型升级的目的。

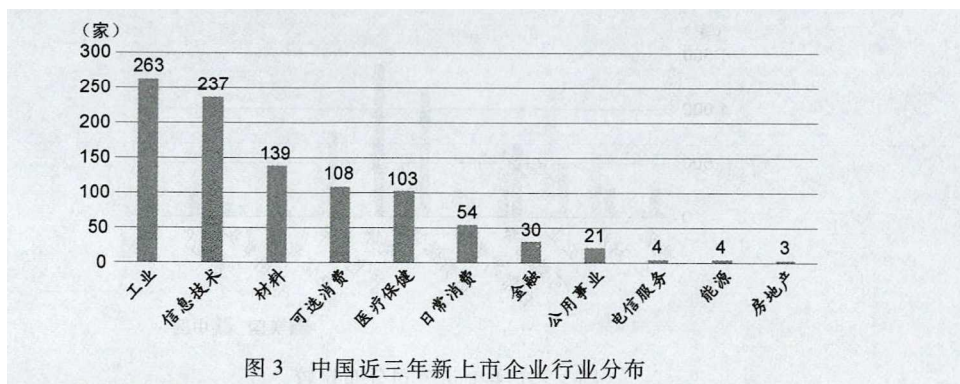


图3 中国近三年新上市企业行业分布

资料来源: Wind, 湘财证券研究所。

(三) 防范系统风险, 承担社会责任

1. 坚持底线思维, 防范金融风险

金融行业本质上是经营和管理风险的行业。资本市场平稳有序发展, 有利于实体经济平稳发展及居民财富的不断积累, 但发生系统性风险则会造成实体经济的危机和居民财富的蒸发。应将防范系统性风险放在重要的位置, 在推动证券行业高质量发展时坚持底线思维, 保持战略定力。科学防范、及早预警、及时发现、合理处置, 着力防范化解重点领域风险。例如在非法集资、股票质押、场外配资、上市公司财务造假、信用债违约、地方政府债务杠杆等方面加强全方位监管, 建立风险预警机制, 制订风险应急方案, 甚至采取专项整治的措施妥善处理各类风险事件, 防止局部风险转化成系统性和区域性风险。

2. 健全惩处机制, 承担社会责任

在寻求系统风险有效处置的同时, 应该建立健全资本市场惩处机制, 依法从严监管资本市场。完善资本市场的基础设施建设, 不断健全和完善相关法律法规制度。同时, 作为连接实体经济与虚拟经济的重要枢纽, 资本市场承担起引导行业履行社会责任的职责。中国证券业协会每年发布资本市场履行社会责任报告, 上交所和深交所自2009年便制定了社会责任指数, 并提出了上市公司相关的社会责任指引, 中国上市公司协会提出了上市公司的八大社会责任, 从各个角度对市场参与者提出要求。随着碳期货的研究开发工作积极稳妥推进以及广州期货交易所的成立, 我国资本市场通过碳交易、绿色金融等工具来助力“双碳”目标的实现。

二、资本市场的基本功能与定位

资本市场与世界上的所有事物一样, 同样具有共性和个性的特征。哲学上认为, 共性和个性是一切事物固有的本性, 每一事物既有共性又有个性; 个性体现并丰富着共性, 共性只能在个性中存在; 共性和个性在一定条件下会相互转化。在研究资本市场个性的同时探讨资本市场的共性对我们深化这方面的认识是有帮助的。

(一) 优化资源配置, 促进价值发现

资本市场具有促进资本形成、发现价值的功能, 是市场化配置要素资源的有效途径, 资

本市场能够通过“无形之手”实现优胜劣汰，吐故纳新，持续优化经济结构。

此外，有效的价值发现是资源合理配置的基础，资本市场通过资产价格来调节投融资双方的供需均衡，通过“无形的手”引导资金在不同产业、不同公司间自由流动，使得资源配置在微观上满足个体利益最大化的同时也能够实现宏观上效率最优。资源配置优化的功能还体现在存量资源的再配置方面，例如资本市场的并购重组能够帮助企业从外部获取关键技术、品牌价值、人力资源、市场渠道等资源，以此实现规模经济和协同效应。

（二）完善治理结构，助力企业发展

企业是宏观经济中最具活力和创造力的主体，企业在为员工和客户创造价值的同时，也推动着宏观经济不断发展。企业上市前后需要接受各方的检视，既有行政监管与自律监管，又有来自投资者和社会媒体舆论的监督。制度设计下的上市公司独立董事制度可以通过外部董事的加入帮助企业降低经营风险，保障投资者利益，股东大会制度也赋予投资者参与企业制定相关决策的权利。

此外，企业上市后对于年报的定期披露、重大事件的应对以及投资者质疑的回应等各方面都提出了更高的要求，从外部倒逼其完善法人治理结构，加速推进相关管理制度的改革。

（三）集聚财富效应，激励产业创新

资本市场是投融资的市场，一方面，它可以为企业提供多元化的融资方式，助力企业创新发展；另一方面，它也可以汇集居民的财富，通过有效的资源配置功能，将不同风险偏好的资金与不同发展阶段的企业相匹配。投资者通过资本市场获得股利支付和资本利得等形式的收入后，财富效应得以有效发挥，从而对企业创新和经济发展提供进一步支持。

当前创新驱动是国家经济发展的重要引擎，而创新本身具有较大的不确定性。资本市场投资者类型众多，对应的资金有着不同的风险偏好和期限选择，可以实现创新企业在不同阶段的融资需求，提供多元化、系统化的金融支持。随着国际经济环境日益复杂，大国间在诸如芯片半导体、新能源、物联网技术等科创领域的竞争愈发激烈，借助资本市场的力量，可以推动相关创新支柱产业迅速做大做强。

（四）引导市场预期，反映经济趋势

资本市场作为经济运行的“晴雨表”，凭借敏锐的市场嗅觉能够迅速捕捉到市场发生的各种细微的变化，从宏观的经济表现到中观的行业政策、再到微观的公司业绩，并及时反映到价格中去。同时，技术革新为信息的传递带来质的飞跃，例如5G的发展、交易场所的数字化升级以及人工智能的普及等都大大降低了沟通的成本，并大幅提升了信息传递的效率。

与此同时，资本市场具有传导经济数据、反映市场情绪的功能，在稳定预期方面发挥着重要作用。如有效利用资本市场信息传递的枢纽功能，通过相关政策和论调的释放，可以对稳定市场预期起到一定积极的作用，从而能够对实体经济产生正向的引导作用。例如美联储在应对本次新冠肺炎疫情引发的“股灾”问题方面，通过提前在市场上公开承诺购买资产等行为提振市场预期，有效缓解了市场波动，将美股快速从泥潭中拯救出来。

三、构建中国特色资本市场动态评价体系

本文尝试通过构建中国特色资本市场评价体系的方式,动态分析与评估中国特色资本市场在不同发展阶段的发展状况。评价体系从中国特色资本市场内涵所涵盖的4个维度来构建,采取定量与定性相结合的方式,共选取4个维度、21个一级指标。57个二级指标的选取尽量体现定量可获性。

(一) 维度一:服务实体经济

在评价指标上,我们主要关注“IPO数量”“融资结构”“融资流向”“融资利用率”以及“上市公司质量”等方面,以期对金融供给侧结构性改革效果(包括直接融资比例、新股发行数量、上市公司质量)以及资本市场服务于实体经济和中小企业的效果进行跟踪与评估(见图4)。

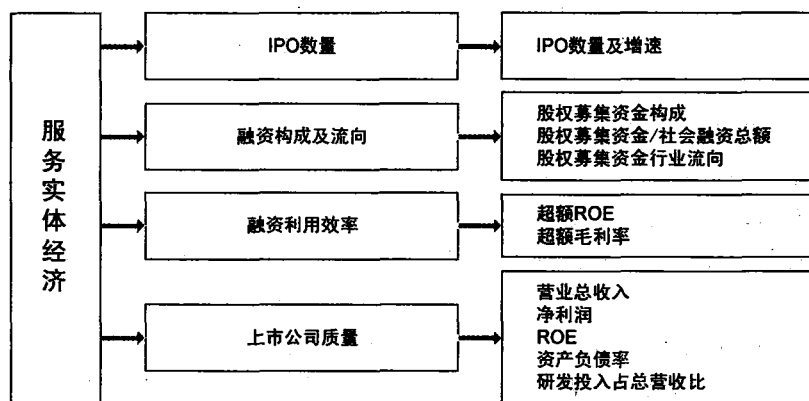


图4 中国特色资本市场服务实体经济主要评价指标

资料来源:湘财证券研究所。

(二) 维度二:分享发展成果

在评价指标上,主要选取“市场有效性”“投资者保护情况”等指标来衡量资本市场的市场化程度和对投资者的公平环境;选取“市场规模”“投资回报率”“居民收入”等指标来衡量在资本市场发展壮大的同时,居民分享经济发展成果的情况;选取“投资者结构”等指标来衡量资本市场投资的专业化程度(见图5)。

(三) 维度三:加强风险防范

中国特色资本市场体现了中国经济和资本市场转型的特点,资本市场的开放与跨境资本的流动、交易品种的增加与资金流动的监管、交易制度及业务的创新与多层次资本市场建设的推进等,在为资本市场带来活力的同时也带来了风险防范的考验。

国际证券委员会组织(IOSCO)发布的《证券公司及其监管者的风险管理和控制指引》中,将金融机构所面对的风险划分为市场风险、信用风险、流动性风险、操作风险、法律风

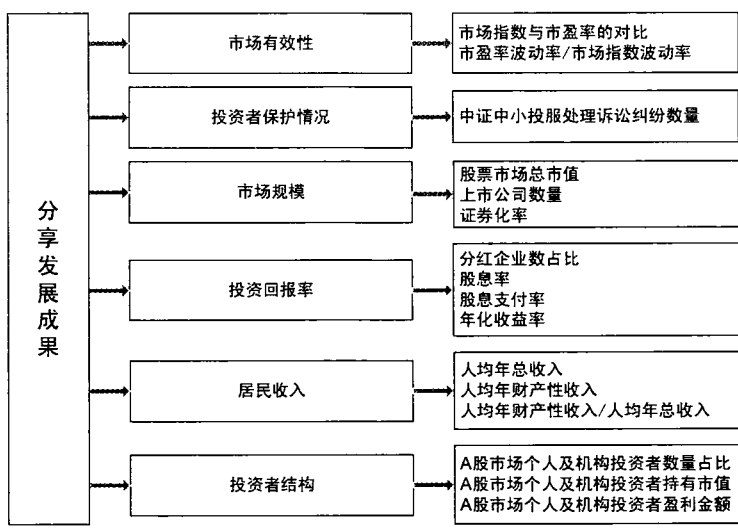


图5 中国特色资本市场助力共同富裕主要评价指标

资料来源：湘财证券研究所。

险和系统风险六种类型，其中系统风险为宏观经济风险。风险防范可从这六个维度考虑，涵盖金融机构、上市公司、投资者等市场参与主体，涉及事前、事中、事后各阶段。在风险防范和监管过程中，采取金融科技与传统监管相结合的方式，实现多维度监管，提高监管成效、降低金融风险，保障资本市场的良性发展。在风险防范评价指标的选取上，我们采取定量与定性相结合的方式（见图6）。

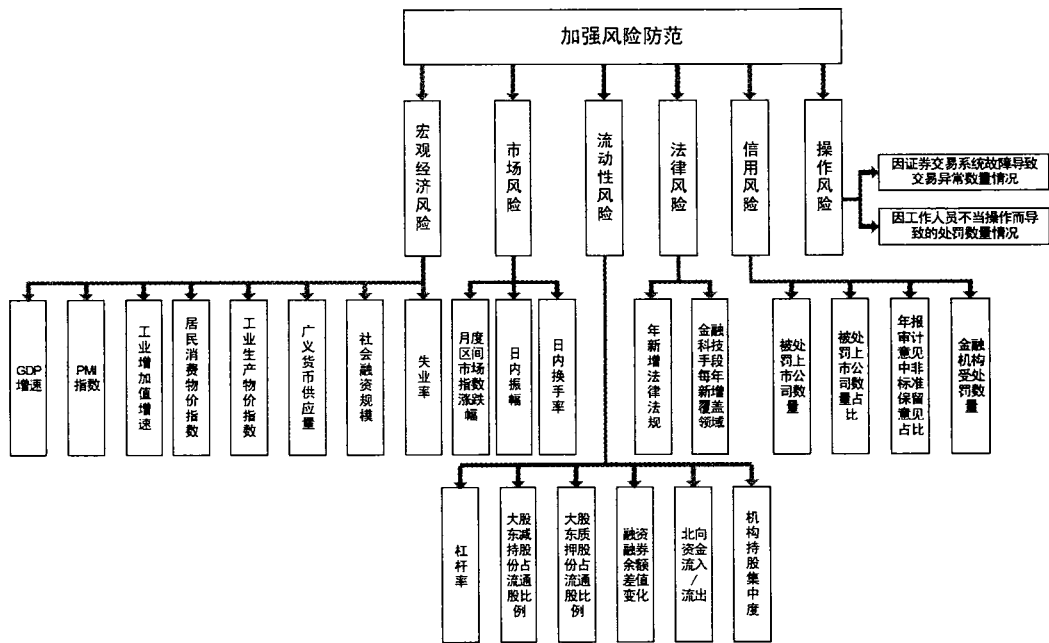


图6 中国特色资本市场风险防范主要评价指标

资料来源：湘财证券研究所。

(四) 维度四：履行社会责任

资本市场及上市公司在创造经济价值的同时,也应该承担一定的社会责任。社会责任涵盖经济、环境、纳税、就业等多个方面,因此,在评价指标上,我们考虑了纳税总额、员工总数、是否参与精准扶贫、是否出具社会责任报告、ESG (Environment、Social Responsibility、Corporate Governance) 评级情况等 (见图 7)。

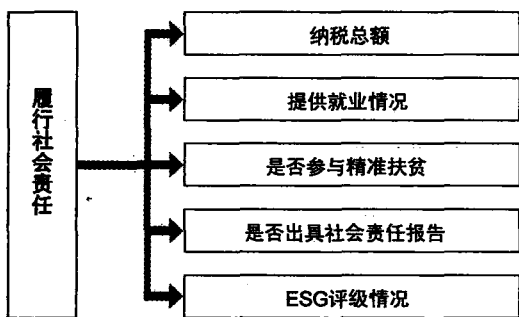


图 7 中国特色资本市场社会责任主要评价指标

资料来源：湘财证券研究所。

中国特色资本市场的探讨是一个庞大的系统工程,本文的探索是极其初步的,可能仅是中国特色资本市场理论体系的冰山一角,文中指标体系的设计也需要业内共同努力,努力做到某些指标与体系可计量、可追溯、可评估、可预测。

参考文献

- [1] 祝惠春. 建设好中国特色资本市场 [N]. 经济日报, 2021-07-21 (7).
- [2] 安青松. 为实体经济服务是中国金融特色 [EB/OL]. 新浪财经, <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1706179869719066196&wfr=spider&for=pc>, 2021-07-24.
- [3] 李康, 许雯等. 资本市场生态改善研究 [J]. 清华金融评论, 2019 (10): 47—53.
- [4] 肖刚. 中国资本市场变革 [M]. 中信出版社, 2020.
- [5] 杨宗杭, 曹硕等. 我国资本市场生态的特点、问题及优化路径 [J]. 证券市场导报, 2019 (5): 4—13 + 21.
- [6] 证券日报社投资者保护课题组. 中国资本市场投资者保护报告 (2021) [R]. 证券日报社, 2021.