

## ◆ 资本市场创新 ◆

创新是资本市场发展的源泉，开放是资本市场创新的动力。中国资本市场的“创新”和“开放”，两者密不可分。未来五年对中国社会和经济来说是非常关键的五年，经济要实现转型，中国社会要跨越中等收入陷阱，资本市场开放应该能够为这个目标提供推动力。

# 未来五年是资本市场开放的重要窗口期

◆ 中国证监会国际合作部主任 祁斌

未来五年是中国经济社会发展转型的关键时期，也是资本市场实现高质量双向开放的重要窗口期和成长为世界一流市场的难得机遇期。中国资本市场的进一步开放，将加快我们从新兴市场走向发达市场的进程，同时也将促进和引领中国经济社会的转型，推动2020年全面建成小康社会目标的实现。

### 中国资本市场的创新和开放密不可分

创新是资本市场发展的源泉，开放是资本市场创新的动力。中国资本市场的“创新”和“开放”，两者密不可分。

资本市场创新非常丰富，可以包括产品创新、市场组织形态创新、业务创新、制度创新及金融教育创新等等。中国资本市场在发展的过程中，是有很多创新的。例如，在市场组织形态的创新方面，以交易场所为例，美国有OTC市场（场外市场），但美国的场外市场，如早期的纳斯达克，是没有投资者准入制度的，而中国在设计新三板时就增加了投资者准入制度，使得市场更加机构化。又例如，中国的金融教育也是有很多创新的，每年清华五道口金融学院组织的资本市场系列讲座，把监管者和市场参与者、业界和学术界的代表组织起来，为学生提供立体的、全方位的，

同时也是与市场最新发展紧密相连的鲜活的教学方法，这在很多发达国家也是没有的，应该也算是一种创新。

我们探讨一下创新和开放的关系。

首先，中国作为后发市场，创新往往首先是源于开放的学习和借鉴。2000年，我国还没有开放式基金，2001年9月正式推出开放式基金，算是一个金融创新，但其主要是向发达市场的学习。而中国市场的学习能力也确实非常快，在随后的三五年之内，全球几乎所有的基金品种都在中国市场复制并本土化了。

其次，因为互联网等新技术的发展，中国有很多后发优势，能在学习发达市场的基础上寻求创新。例如，发达国家有货币市场基金，我们也学习了货币市场基金，但是中国出现了余额宝，这在全球范围内都是没有的，余额宝几个月内成

为了全球第四大货币市场基金，在全世界都是非常奇特的现象。又如，中国的新三板的发展在全世界也非常受瞩目，没有一个场外市场一年能有几千家的企业挂牌。美国的区域性市场基本都消亡了，但是中国有1400多万家中小企业，所以中国的区域市场也会有发展空间。

第三，在中国资本市场的发展过程中，还涌现出很多很多发达国家或发达市场所没有的创新。例如，我国在人民币尚不能完全自由兑换和金融服务业没有完全开放的前提下开通了沪港通，使得内地投资者可以直接投资于境外市场，同时香港投资者和国际投资者可以直接投资于A股市场。这不仅仅是交易机制上的创新，在跨境监管合作方面也需要很多制度上的创新。尽管香港是中国的一部分，但香港是一个发达市场，其运行和监管的标准是比较国际化的，而我们A股市场是一个典型的新兴市场，本土色彩还比较重。两者之间实现无缝对接的合作监管，在全球范围内也是首创，也为其他可能的类似市场联通提供了经验。全球很多国家和监管者都在研究和借鉴中国资本市场的一些创新。

金融创新的重要意义是提高市场运行的效率，客观上为实体经济的发展提供一个更加有效的资源配置的市场，从而促进实体经济的发展。但创新的过程往往是源于竞争和逐利，人类资本市场发展历史也是一部金融创新的历史，也是一部规则被不断否定和破坏，又重新建立并不断完善的历史。中国走到今天，不单是向世界学习和借鉴，我们的一些创新也可以供世界来参考。

### 中国资本市场迎来双向开放的新阶段

改革、开放、创新是一个交替发生的过程，



是相辅相成、相互促进的。我国资本市场从建立伊始，就开始了向发达市场的学习和借鉴，同时面临着国际市场和金融机构的竞争与挑战，我国探索了一条从我国国情出发并逐步与国际市场通行规则接轨的对外开放路径，取得了良好的效果。我们与世界发达市场的关系可以简单概括为八个字，即“一边学习、一边赶超”。

以沪港通开通为标志，中国的资本市场迎来一个开放的新时代，其主要特点是逐步走向双向开放，从简单“引进来”变成“走出去”，从简单对外开放变成双向开放。从早期建立合资证券、基金公司的“请进来”，到近年来中资证券、基金公司“走出去”，到在香港设立子公司甚至收购国际券；从十年前推出合格境外机构投资者（QFII），到后来推出合格境内机构投资者（QDII），今天人民币合格境外机构投资者（RQFII）已经落户于巴黎、伦敦等世界各大离岸人民币中心，对外开放逐步深化。沪港通试点的顺利开通，使境内外投资者可以直接参与对方市场进行投资，更是标志着中国资本市场进入了双向开放的新阶段。这背后的宏观背景是中国经济金融的实力已大幅提升。以境外上市为例，从1993年第一家企业中资企业（青岛啤酒）红筹上市，

到今天中资股在香港市场占到半壁江山和阿里巴巴成为纽交所最大的首次公开募股（IPO），已经今非昔比。由中国主导发起的亚投行是2015年国际瞩目的焦点话题，其背后大国博弈的结果更是说明了今天中国经济金融的实力必须为世界其他国家所正视。

尽管对外开放取得了巨大成就，但我国资本市场和证券期货业总体开放水平还较低。资本市场相对封闭，以内生型市场为主。主要表现在三个方面：

1. 资本进入有很多限制和管制，便利性不足。国际资本在境内市场的占比不仅低于成熟市场，也远低于很多新兴市场。例如，我国周边市场和很多新兴市场，外资占比大都在20%~30%左右，我国的QFII、RQFII制度已经运行多年，2014年又开通沪港通，但截至目前，国际资本在A股市场占比还只有1.69%。

2. 金融服务业开放还有很大提高空间。合资公司经营不善，本土投行国际化水平不足，中国经济跟世界正紧密相融，但是投行提供服务远远不够。很多合资证券公司业务受限较大，普遍处于运营不佳和亏损状态，多家境外机构已经退出合资公司；境内机构“走出去”以香港为主，缺乏全球布局，难以为我国实体企业走出去提供服务。

3. 国际认可程度较低。2014年，因市场的开放程度和资本流动便利性等因素，国际指数公司明晟（MSCI）与富时（FTSE）在年度市场分类评审中仍未将A股纳入其新兴市场指数。金砖国家中也仅有我国A股市场未被纳入，这与我国A股市场规模和经济发展总体水平很不匹配。

资本市场的对外开放水平往往与市场的市场化、法制化程度高度相关。我国市场仍然处于“新兴加转轨”的阶段，市场运行的市场化、法治化程度有待提高；监管标准和监管水平与世界一流市场有一定的差距；市场的深度和广度远远不足，产品和市场层次有待丰富；股票市场的投资者结

构以散户为主，散户投资者在我国市场持有25%的市场却贡献了90%的交易量，市场理性程度不足，波动性较大，投资者结构亟须完善。市场参与机构专业水平有待提高，国际竞争力不足。总体来说，我国资本市场与成熟市场或者世界一流市场还有相当的距离。

### 未来五年是资本市场开放的重要窗口期

全球范围内，发达市场和新兴市场都在致力于更大程度的开放，但其目标和侧重点各有不同。发达市场的开放目的是为了应对竞争，拓展发展空间，提高国际竞争力。其开放的方向既有发达市场之间的相互开放，如欧洲大陆多个交易所建立交易所联盟，探索基金护照制度等，也有向新兴市场和新经济体的开放，如美国吸引大量中概股赴美上市，香港加大向内地企业开放的力度。发达市场开放最典型也最成功的是20世纪80年代英国撒切尔夫夫人主导的伦敦金融市场“大爆炸”，采取了一整套全面改革和开放的举措，使得伦敦金融市场迅速繁荣，并在与纽约国际金融中心的竞争中重拾往日的优势。

而新兴市场的开放往往是出于提高自身市场发展水平的要求，推动市场走向成熟，加快建设成发达市场，同时，随着全球一体化进程和资本市场的相互渗透，通过开放提高国际竞争力是其另一重要开放目标。因此，在新兴市场的开放一般指的是对发达市场的开放，而且更多的是引进来。

二战结束后发展起来的全球新兴市场中，由新兴市场上升为发达市场的代表性国家只有以色列和韩国，而以色列因为与西方国家的渊源非常深远，所以与我国市场并不具备可比性，而韩国市场是非常值得我们思考和借鉴的。韩国是东方国家，也经过了很漫长的封建主义历史，最终通过开放在不长的时间内从新兴市场成长为了发达市场。1992年，作为新兴市场的韩国推出QFII制度，同年被纳入MSCI新兴市场指数，开启了有

序开放的进程。1996年，韩国公布了证券市场对外开放路线图。1997~1998年亚洲金融危机，韩国加速了改革开放的步伐，全面开放了资本市场，100%纳入了MSCI新兴市场指数。2008年富时宣布将韩国由新兴市场上调为发达市场，前后大致经历了15年的时间。可以说韩国市场的开放对其市场水平提升起到非常大的作用，甚至是决定性作用，同时对韩国社会和经济形态也产生了重大影响。韩国以前的金融形态以财阀为主，都是大企业、大银行、大财阀相互缠绕，社会资源配置方式高度非市场化，滋生了很多腐败。在韩国社会的阳光化、市场化的过程中，很多问题浮出水面，很多企业家、银行家和政治家得到了悲惨的结局。原来韩国间接融资与直接融资的比例为8:2，经过15年的改革开放，两者比例变为5:5，而美国为2:8。在这个发展过程中韩国经济也从一个相对落后的形态开始转型，涌现了三星电子等高科技企业，韩国社会也逐步走向公开化、透明化和现代化。

目前我国融资结构处于失衡状态，间接融资与直接融资比例为8:2，与韩国市场早期相似。未来中国金融的发展希望在较快的时间内实现直接融资、间接融资较平衡的状态。中国资本市场的进一步开放，并不是“为了开放而开放”。一方面，开放将加快我们从新兴市场走向发达市场的进程，另一方面，资本市场的开放和发展也将促进和引领中国经济社会的转型，推动2020年全面建成小康社会目标的实现。

未来五年对中国社会和经济来说是非常关键的五年，经济要实现转型，中国社会要跨越中等收入陷阱，资本市场开放应该也能够为这一个伟大目标提供推动力。因此，未来五年也将是资本市场实现高质量双向开放的重要窗口期和成长为世界一流市场的难得机遇期。

中国资本市场开放过程中要借鉴其他国家的经验，同时也要吸取一些国家开放过程中失败的教训。一些比较典型的案例包括日本、阿根廷和

越南等。日本市场长期处于相对封闭状态，在20世纪80年代经济金融发展势头良好的时期没有主动规划开放的战略，后被迫开放，陷于被动，随着经济泡沫破灭，其金融市场迅速萎缩。20世纪90年代，阿根廷在本国经济金融形势并不稳定的背景下对资本市场开放采取了过于激进的开放策略，在开放过程中也缺乏统一部署和协调，后在金融危机的冲击下遭受重创。越南资本市场在2006年前后全面开放，而其市场当时刚刚起步，规模很小，大量外资的进出对市场产生了巨大的冲击，影响较大。

与其他新兴市场不同，在资本市场开放的条件方面，我国具有其他国家不能比及的优势。我国政治经济社会环境非常稳定，从宏观经济看我国还是全球发展最快的经济体之一。我国的资本市场开放是自上而下，按照总体部署，非常主动地推进，不是受制于外部压力的被迫开放。我国资本市场和证券期货行业已经具备了相当的规模和实力。与很多新兴市场国家的开放不同，我国不仅对发达市场开放，还对新兴市场开放，在“一带一路”规划下，很多产能输出和资本输出都可以走向新兴经济体；不仅引进来，还会走出去，是一个全方位的双向开放过程。这些形成了我国资本市场开放的独特优势。

中国证监会目前正在制定未来五年资本市场对外开放的战略和路径图。2008年证监会曾出版《中国资本市场发展报告》，规划了2020年中国资本市场的愿景，即到2020年，中国资本市场将实现从“新兴加转轨”市场向成熟市场的过渡；将出现具有国际竞争力的投资银行和资产管理机构，金融服务水平全面提高；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。如果我们制定清晰又切合实际的改革开放路径图并坚持下去，是完全有机会实现规划中的愿景的。我们也相信，在不断开放、发展的过程中，资本市场的创新也能得到极大的繁荣。■