



“不干预”与资本市场 宏观调控



从 1990 年沪深交易所建立以来，中国资本市场从无到有、由小到大，在国民经济运行中的地位持续增强，对于提高宏观调控效率起到了不可忽视的作用。实践表明，一个国家的市场体制越是发达成熟，越有利于提升政府管理经济的能力。随着中国直接融资比重不断上升，建议更加重视和发挥资本市场的多重基础功能，加强对资本市场的引导和规范，积极服务于政府宏观调控工作。

资本市场既是宏观调控的对象，也是宏观调控的制度基础与重要途径。长期以来，社会各界对于资本市场的宏观调控功能存在许多模糊认识。有的认为资本市场对宏观调控影响不大，仍将资本市场视为多年以前的改革增量而不予重视。有的片面理解“不干预”的政策涵义，对资本市场在宏观调控中的角色和作用把握不够准确，甚至谬以千里。

首先，问题的根源在于对政府与市场的关系认识不清，忽视了政府与市场相互促进、相互依存的丰富内涵。“不干预”的本质是尊重市场与法治，而不是说面对系统性风险与市场失灵，政府部门可以听之任之、无所作为。中国资本市场肩负着规范与发展的多重任务，需要凝聚社会各界的智慧与共识。监管部门要广开言路，虚心听取各种尖锐的意见和建议。宏观经济调控模式应该更加积极有为，更多采取市场化与法治化的工具，特别是要将资本市场纳入宏观调控的目标与手段，形成更加完善的总体政策框架，而不是将资本市场简单作为风险处置的对象，被动采取行政化的临时措施，更不是自断手臂、消极回避社会责任。从这个意义来说，从资本

市场的“不干预”立场走向系统化的、积极有为的政府宏观调控，我们认为应该是大势所趋。

其次，要完整准确把握“建制度、不干预、零容忍”九字方针的内在涵义，不能片面理解、望文生义，否则不仅影响社会经济的高质量稳定发展，也不利于宏观审慎与微观审慎相结合的金融市场监管。为了正确处理政府与市场的关系，推动“有效市场”与“有为政府”的更好结合，需要政府监管部门在九字方针指引下，做到既不越位又不缺位，更加准确地界定资本市场的相关功能，进一步发挥资本市场在信息监控、政策传导、风险管理和资源配置等方面的枢纽作用，在此基础上持续优化宏观调控的运行模式，提高政府管理经济的总体效能。

首先，要充分重视资本市场“晴雨表”的信息预警功能。要着重发挥资本市场的信息搜集、监控、统计和分析功能，切实服务政府宏观调控工作，优化社会预期管理机制。经过 30 年发展，中国资本市场已经全面覆盖国民经济各地区、各行业和各类所有制企业。据统计，2020 年，4200 多家上市公司合计实现营业收入 52.39 万亿元，占当年全国 GDP 的 51.56%。目前 A 股市场 4000 多家上市公司和近 7000 家挂牌公司多是各细分领域的优秀标杆企业，具有突出的行业代表性，相关数据及变化能够比较准确地反映实体经济的全貌，以及市场结构、产业结构、地区结构的发展趋势。从二级市场看，沪深股市的交易功能更为灵活和高效，交易规模持续快速扩张。2021 年 A 股市场成交额 257 万亿元，沪深两市连续 49 个交易日成

成交额破万亿，双双创下历史之最。随着注册制的全面推进，信息披露机制持续优化，公开数据更为完整、及时和准确。对于政府宏观调控和预期管理来说，来自资本市场的公开信息、市场动向和分析报告具有关键性的风向标作用，需要予以高度重视。

其次，要充分发挥资本市场的政策传导功能。要着重丰富资本市场背景下货币政策、财政政策、产业政策、区域政策的具体内涵，形成更加畅通的宏观调控政策传导机制。首先，作为金融市场的重要组成部分，资本市场上的各类金融工具吸纳了大量货币，社会融资正在向银行信贷以外的体系不断扩展，与此同时，资本市场的资产价格丰富了通货膨胀的多层次定义，并间接影响各类通胀指数的变化；第二，资本市场与市场利率曲线密切相关，构成货币政策与财政政策实际运行的基础性工具，特别是国内债券市场的持续扩容，为保障政府支出提供稳定的流动性，并为深入推进利率市场化改革奠定更为坚实的基础；第三，股债市场的各项政策规定和窗口指导，为资本设置明确的“红绿灯”，充分体现国家意志和产业政策。随着国内资本市场的发展，宏观调控的具体手段与运行效率也将不断改进。

第三，要充分重视资本市场的风险管理功能。1929年股市大危机直接促成宏观经济学的产生。2008年大危机之后，金融稳定成为宏观调控的新目标，宏观审慎与货币政策随之成为金融稳定目标下的双支柱政策。在此背景下，对资本市场的金融监管必须予以高度重视。首先，随着股票债券市场规模与交易量的不断扩大，国际化程度的持续提高，股市的短期波动

引发系统性风险爆发的可能性日益增大，因此，加强对资本市场监管、确保经济金融秩序稳定已经构成当前宏观经济调控的重要内容。其次，随着混业经营的深入，跨市场、跨监管的资本流动与风险积聚日趋复杂，不仅央行牵头的宏观审慎监管需要关注证券市场的资本异动，银保监会的微观审慎也必须紧密结合证监会的市场监管，形成宏微观的纵向穿透与跨市场的横向穿透相结合的金融稳定体系；第三，随着大数据和金融科技的发展，各类新型量化衍生工具组合不断涌现，宏观和监管层面的管理模式必须跟上业务创新的实践脚步，未来资本市场的风险预警与自我纠错功能要与时俱进，不断发展和提升。

第四，要全面完善资本市场的资源配置功能。作为要素市场的重要组成部分，资本市场的主要职能在于引导储蓄转向投资。政府部门除了通过出台宏观政策间接引导市场配置，还会通过各种市场工具和市场主体完成资源优化配置。比如成立百亿乃至千亿级别的政府引导基金和产业基金，发挥母基金的杠杆作用带动更多社会资金投入科技新兴产业，并与公开市场紧密衔接、相互呼应。据投中研究院统计，截至 2019 年 6 月底，国内共成立 1311 支政府引导基金，引导基金自身总规模接近 2 万亿元，母子基金群（含引导基金规模+子基金规模）总规模大约超过 8.2 万亿元。除此之外，资产规模庞大的国有企业构成市场融资端的主导力量，发挥着维护一二级市场秩序、引导资源配置方向的支柱作用。经过多年的发展，目前在券商、信托、保险、基金、理财等行业已经涌现出一大批经营业绩和能力出众、法人治理结构健全的大型国有和国有控股机构，各类国有金融机

构已经占据市场中介服务和投资端的主导地位。因此，资本市场发挥资源配置功能的过程，不仅是“看不见的手”在发挥作用，政府部门通过实际控制人地位影响国有企业战略决策，同样也在完成国家投融资的战略使命，而这也都是资本市场功能的具体表现。

首先，全面构建宏观经济调控政策体系。十八届三中全会和中央第八次深改委会议上已经对宏观调控做出原则规定，建议进一步强调金融市场体制、特别是资本市场对宏观调控的重要作用，并在今后的政策文件上增加具体表述，强调在新形势下政府与市场的互促进作用，与此同时更好地引导和创新中国资本市场建设。具体来说，建议将宏观审慎与微观审慎政策纳入宏观调控政策框架，将资本市场投融资监管政策纳入宏观调控工具框架，将证券监管机构纳入宏观调控核心决策机构框架，全面建立与宏观经济管理相适应的资本市场体系。

其次，努力构建覆盖资本市场在内的整个金融市场的信息统计体系，充分运用大数据技术并借鉴国外先进经验，为宏观经济调控提供全面、扎实的跨市场、跨部门、多层次、可核查、可比较的综合金融数据信息体系。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_38581

