



李剑阁：中国资本市场改革的方向



文/李剑阁（孙冶方经济科学基金会理事长）

全球财富管理论坛总干事、孙冶方经济科学基金会理事长李剑阁与中国银保监会首席顾问沈联涛在全球财富管理论坛 2022 上海苏河湾峰会上的高端对话，于 3 月 21 日对外播出后受到市场广泛关注。

本文整理了李剑阁在对话中的发言全文，以飨读者。



中国资本市场补短板正当时

中国的资本市场从无到有、从小到大，至今只用了三十多年的时间。从规模上来说，2021 年底，中国沪深市场总规模达到 90 多万亿元，交易日的日均交易量 1 万多亿元。除沪深主板外，近期又建立了上交所科创板、完善了深交所创业板，去年又在新三板的基础上建立了北京证券交易所，

企业上市融资的通道越来越多，市场体系逐步完备。

从监管方面来讲，监管理念趋于成熟，市场法规逐步完善，监管部门应对市场的经验越来越丰富，把工作重点聚焦于市场执法、市场建设，而不是整天困扰于股价的波动。同时，数字经济、平台经济等各种新业态的出现也对监管提出了新的挑战，如何确保信息安全、加强隐私保护，如何把握既要反对垄断、又要鼓励竞争，保持市场活力，这都是今后监管改革需要补上的短板。

不少人对中国资本市场的行情走势没有反映国民经济增长表示不理解。确实，近三年来，中国资本市场也算是一个半牛行情，但是还远落后于世界主要经济体的表现，这可能就说明中国资本市场的有效性存在短板，因此必须继续改革和完善。

我们一直强调中国过度依赖银行间接融资，不仅积累了大量风险，也加大了企业的融资成本。要继续提高包括股票和债券的直接融资比重，降低间接融资比重，让更多居民储蓄以收益自得、风险自担的原则进行自主投资配置，让更多的社会资本注入到实体经济。这样既能让老百姓在经济增长中获得更多的财产性收入，也能让实体经济以较低成本获得资金。监管部门要做的就是全面贯彻公开、公正、公平原则，让资本市场获得公众的信任与信心。

注册制是中国资本市场改革的大方向

注册制是多年来中国资本市场改革的重要议题。在上交所的科创板以及深交所的创业板实行注册制,是一个具有突破性意义的改革,试点以来,取得了可喜的进展。与审批制相比,注册制更强调信息披露的完整和充分,压实了发行主体和中介机构的责任。监管机构不再对企业财务信息真实性和 IPO 价格进行实质性审批,监管者从具体审批事务当中解脱出来,把对企业信息的识别、市场风险的承担责任交给投资者。这样有利于提高投资者成熟度,也有利于催生大量的机构投资者,对减少市场寻租、防止腐败,也具有长远意义。

中央决定在上交所进行科创板试点以来,取得很大进展,也积累了不少经验。现在注册制已在深交所创业板和新三板转立的北交所顺利施行。去年底,中央经济工作会议提出,要坚定不移地贯彻推行注册制,这是一个确定的方向,也是社会共识。监管部门正沿这个方向积极努力。这几年出现了 IPO 的破发,该现象不仅出现在刚实行注册制的科创板和创业板,香港特区交易所的生物板块及其主板的 IPO 也常有破发情况,这其实是资本市场的常态,投资者应该逐步认识、逐步适应,提高在发行市场上的选择理性和风险承受力。过去中国经常说 IPO 大兴不败、屡试不爽,这是不正常的,我们不能在实行注册制后因出现破发情况而动摇信心。注册制是改革的大方向,应坚定不移地走下去。

金融支持科技创新面临两大困扰

中国科技创新在近几年确实有了长足进步,特别是股票市场上的科技

板块日益壮大，说明金融对科技创新的推动作用是极其重要的。

具体来说，我觉得对于包括引进外国科技应用、商业模式创新和现有科技转化，金融的孵化与推动作用格外明显。对原创的科技创新，金融的支持作用是有限的，不能估计过高。应该看到，科技创新和科技应用是两个性质不同的问题。科技创新主要得靠具有原创力的教育科研体系拉动，特别是对所谓“无用之用”的创新型基础科研进行投入，这需要国家进行相关制度设计来匹配。当然也有一些社会上的公益性基金有参与意愿。

所以我觉得不要过于泛化以市场行为驱动的金融作用。现在，很多人讲要让金融在支持绿色发展、共同富裕方面发挥作用，我个人认为金融没有那么大的作用，只能在有限的范围里发挥作用。金融对科技只能起到孵化器的作用，而孵化器是不能把石头孵化成小鸡的。对于没播下种子的土地，浇水施肥也不可能长出庄稼来。所以，科技创新主要依赖一个国家的科研能力和人才储备。市场化的金融能否支持科技创新，取决于企业发展的盈利预期。尽管资本在投入的时候会做好失败的思想准备，但总的来说，资本仍是追逐利润、规避风险的，要把利润和风险相匹配才能进行投资。当然，市场需求也会引导并激励资本向科研方向进行投资，特别是科技的开展和转化这些赛道。

总的来说，中国市场不缺资金，也不缺金融支持。金融参与科技创新和转化的主要困扰，来自于两个方面，一个方面是科技创新的资源不足。现在市场上的现象是过多的资金追逐有限的好项目，导致有些项目估值在

一级市场就已经过高了，市盈率已明显超过二级市场平均值，这时投资者就有点顾虑了。另一方面，是 VC 和 PE 的退出通道还不太顺畅。这几年 A 股市场每年的 IPO 规模大概五、六千亿，海外的中概股也前途不明，据估计，现在排队等待的上市企业有七百多家，加上各地辅导期内的企业，合计达两千多家。

所以，我们要力争排除这两种干扰，为金融支持科技创新设计更好的制度环境。最近，监管部门又批示了 IPO 前的股权转让市场，我认为这是一个很好的探索。

中国资本市场机构投资者作用显著

首先应肯定，中国的防疫策略和效果是十分成功的，两年来的事实已经充分证明了这一点。但凭借稳定的产业链、供应链以及快速地复工复产，中国 2020 年出口金额累计是 2.6 万亿美元，增长了 3.6%。2021 年也就是去年 1-11 月份数据，出口累计是 3 万亿美元，同比增长了 31%。2020 年进出口是 4.6 万亿，增长了 1.7%。而去年非常好，进出口是 5.47 万亿美元，增长了 31.3%。2020 年的贸易顺差是 5,240 亿美元，增长了 24%。

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_39691

