

# 建设中国特色现代资本市场

本报记者 祝惠春

## 财金观察

党的二十大报告提出,要以中国式现代化全面推进中华民族伟大复兴。学习贯彻党的二十大精神,对中国资本市场而言,建设中国特色现代资本市场,就是新征程上的使命任务。11月21日,在2022金融论坛年会上,证监会主席易会满就如何建设好、发展好中国特色现代资本市场做了阐释。

易会满认为,围绕“打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场”的总目标,围绕“中国特色”和“资本市场一般规律”的有机融合,围绕各方的期待和关切,需要对中国特色现代资本市场的基本内涵、实现路径、重点任务作深入系统的思考。

### 中国特色重在把握五大原则

目前,我国股票市场和债券市场规模均居世界第二位,商品期货成交量位居世界第一……一系列可观的数据,不仅代表着中国资本市场繁荣发展的成就,也是我国始终坚持和加强党对资本市场全面领导的“成绩单”。

从全球金融史来看,不同国家和地区的金融发展道路、发展模式总是与特定的经济体制、发展阶段和社会环境相适应。我国资本市场的发展定位、功能职责也必须与社会主义基本制度相适应,必须充分考虑当前我国的市场基础、投资者结构和法治诚信环境等现实条件。“既不照搬照抄,也不固步自封,而是要扎实推动资本市场理论创新、实践创新、制度创新,进一步健全资本市场功能,更好服务构建新发展格局、推动高质量发展。”易会满认为,坚持和加强党的全面领导,坚持服务实体经济这个着力点,坚持完善资本市场基础制度,坚持守牢风险底线,坚持人民立场,这五个方面既是我国资本市场发展的宝贵经验,也是下一步建设好、发展好中国特色现代资本市场的五大原则。

要坚持和加强党的全面领导。把市场力量与政府的作用更好结合起来,充分发挥我国制度优势,不断推进资本市场治理体系和治理能力现代化。

要坚持服务实体经济这个着力点。当下,在内外因素共同作用下,实体经济的一些风险和矛盾正在逐渐显现。资本市场保持稳定健康发展,将有力减轻市场忧虑,有效遏制金融风险传导,从而让资本市场的活水不断滋润实体经济。因此,更好发挥资本市场功能至关重要,要把支持实体经济恢复发展放到更加突出的位置,提升资本市场对中国经济的支撑能力。

易会满提出,资本市场要更好落实高水平科技自立自强、建设现代化产业体系等战略部署,促进科技、资本和实体经济高水平循环。制定实施新一轮推动提高上市公司质量三年行动方案。当前,要密切关注房地产行业面临的困难挑战,支持实施改善优质房企资产负债率计划,继续支持房地产企业合理融资需求,支持涉房企业开展并购重组及配套融资,支持有一定比例涉房业务的企业开展股权投资。这体现了远近结合、明确思路和举措。

要坚持完善资本市场基础制度。深入推进股票发行注册制改革。要统筹推进一揽子关键制度创新,扩大高水平制度型对外开放,不断增强市场活力和国际竞争力。

要坚持守牢风险底线。当前,全球金融市场动荡,不稳定性不确定性增多,必须未雨绸缪。要健全资本市场风险预防预警处置问责

制度体系,稳妥做好重点领域风险防范处置,推动依法将各类金融活动全部纳入监管。

要坚持人民立场。资本市场是居民增加财产性收入、满足日益增长的财富管理需求的重要渠道,也是完善多层次、多支柱养老保险体系的重要支撑。必须践行以人民为中心的发展思想,完善立体化的投保安全网,切实增强投资者获得感。

走好中国特色金融发展之路,这是中国式现代化进程中金融领域必须担当起的使命责任。毋庸讳言,当前制约资本市场功能发挥的诸多因素中,既有对“中国特色”理解不深刻、简单搞“拿来主义”的问题;也有对“资本市场一般规律”认识不全面的问题。易会满表示,坚持一切从实际出发,在遵循资本市场一般规律基础上,更好体现中国特色,走好自己的路。

### 建立具有中国特色的估值体系

资本市场一个核心功能就是市场化的资源配置功能。通过发挥市场在资源配置中的决定性作用,把各类资金精准高效转化为资本,促进要素向最有潜力的领域协同集聚,提高要素质量和配置效率,这都离不开科学的估值定价体系。

近年来,我国资本市场的估值体系有了明显的良性变化。比如炒小炒新炒差的收益明显下降,战略性新兴产业不少公司的估值在稳步提升。但仍存在非理性的洼地。比如,国有企业、国有金融企业总体经营稳健,发展较快,但与相关上市公司的市场表现反差较大。

一组数据说明问题:与5年前相比,国有上市公司利润增长70%,年均复合增长率达11.2%;但市值仅增长10%,在总市值中的占比下降了9个百分点;国有企业市净率为0.86倍,下降了30%。上市银行估值下行更为明显,利润较5年前增长50%,股息率仅1.51%,处于全球较高水平,但市值下降了19%,市值占比下降6个百分点。

如何看待这一现象?原因复杂。但从估值定价的角度思考,令人深思。易会满提出,要深刻认识我国市场体制机制、行业产业结构、主体持续发展能力所体现的鲜明中国元素,深入研究成熟市场估值理论的适用场景,把握好不同类型上市公司的估值逻辑,探索建立具有中国特色的估值体系。

某种意义上说,估值问题是我国资本市场的一个基石问题。正如易会满在2021年中国发展高层论坛上指出的,部分学者、分析师关注外部因素远远超过国内因素,这一次易会满又再次鲜明提出探索建立具有中国特色的估值体系。

估值理论产生于西方市场,实践中也形成了一些通行的估值方法和模型,主要参考因素有所处行业、成长性、资产收益率、分红水平等。但每一种理论模型都有一定的前提假设、适用场景,简单套用西方估值理论必然有一定的局限性。“我国资本市场估值体系,不必言必称希腊,而要立足中国国情从理论和实践层面加强研究创新。”银河证券首席经济学家刘锋表示,我国的资本市场要自信自强,要在充分学习借鉴成熟市场经验做法的基础上,探索建立具有中国特色的估值定价体系,促进市场资源配置功能更好发挥。他建议广大投资者特别是专业机构投资者,要更加深入研究我国国有企业特点和优势,牢固树立价值投资、长期投资理念,不断探索形成符合我国国情市情的估值定价理论体系。有关方面也要积极向市场展示国有企业改革发展积极成效,用实实在在的数据,展现良好发展态势和长期



投资前景。

### 发展健康良好的投资文化

文化是支撑一个行业长期稳定健康发展的底气所在、力量之源。行业发展质量和生态的背后,是价值观、风险观、发展观等行业文化的综合体现。发展健康良好的投资文化,是建设具有中国特色现代资本市场的一个重要方面,也是证券基金期货行业软实力和核心竞争力的重要支撑。也正因为如此,易会满提出:“要坚持将资本市场一般规律与中国市场的实际相结合,与中华优秀传统文化相结合,加快建设中国特色现代资本市场。”

当下,居民财富管理需求潜力持续释放。但我国资本市场的文化积淀还不够,还不能很好地适应发展的挑战。一些机构从理念到行为存在差距。“把真实的公司选出来是底线,把优秀的公司选出来是水平。”易会满表示,恪守“看门人”责任是国际上对保荐中介机构的基本要求,但有的机构过于关注“可批性”,对“可投性”重视不够,甚至还有“带病闯关”。他批评一些投资机构还未能牢固树立价值投资的理念,热衷于追逐市场热点,“散户化”特征明显。机构做投资要有独立的专业判断和研究能力,不能人云亦云、盲目跟风,不能急功近利、过于浮躁。要更加注重从中华优秀传统文化中汲取智慧,并健全与之相适应的公司治理、激励约束、风险控制和监管制度体系,多管齐下,久久为功。

从近年来查处的上市公司重大财务造假案件来看,证券公司因过度激励、急功近利导致未能发挥“看门人”作用是重要原因之一。中国证券业协会党委书记、会长安青松表示,中国证券业协会倡导“合规、诚信、专业、稳健”的文化理念既吸收借鉴了成熟市场先进的文化理念,也与中华优秀传统文化中弘扬的“稳健执中、求真务实、重诺守信、谦虚谨慎”的理念相契合。更加注重从中华优秀传统文化中汲取智慧,坚持把市场发展的一般规律与国情市情结合起来,更好体现中国特色和发展阶段特征,为建设中国特色的投资文化奠定了基调。

### 保护中小投资者合法权益

近年来,A股市场投资者结构正发生积极的趋势性变化,机构投资者持股和交易占比稳步上升,个人投资者交易占比逐步下降到60%左右。市场上出现一种观点,中国的资本市场应该“去散户化”。怎么看?

“我国个人投资者数量超过2亿人。这是我国资本市场最大的市情,是市场活力的重要来源,也是市场功能正常发挥的重要支撑。我们要在继续发展壮大机构投资者力量的同时,更加重视中小投资者合法权益的保护。”易会满表示。



数据表明,2019年之前,个人投资者交易占比一直在80%以上。2019年以来,新一轮资本市场改革全面展开,科创板、创业板试点注册制平稳落地,市场基础性制度不断健全,为专业投资力量发展壮大提供了良好的市场环境。2019年、2020年和2021年,个人交易占比分别降至78.00%、72.60%和65.10%,2022年前三季度进一步降至61.35%的历史最低水平。与之对应,公募基金、私募基金等境内专业机构交易占比则逐年提升,2022年前三季度交易占比为28.85%,外资交易占比由3.49%快速上升至9.08%。

必须清醒认识到,个人投资者踊跃参与是我国资本市场的重要优势。截至今年10月底,A股市场投资者数量达2.1亿人,其中个人投资者数量占比99.8%。投资资本市场已成为广大人民群众分享经济社会发展成就、增加财产性收入的重要渠道。A股市场每年新增投资者数量稳定在1500万人左右。个人投资者也积极通过公募基金等资管产品参与资本市场。总体看,个人投资者特别是广大中小投资者,是A股市场流动性的重要提供者,是市场活力的重要来源,也是市场功能正常发挥的重要支撑。

因此,短期内“去散户化”不可行。中长期看,A股市场专业化、机构化是大方向。但这也需要一个前提,那就是公募基金等专业机构专注主业,不断提升投资管理能力,为广大个人投资者创造更多价值。

中金公司首席经济学家彭文生表示,我国资本市场支撑创新发展,需要建立在严格的中小投资者保护基础上,“当前,我国大股东持股占比过高的问题比较突出,如何保护中小投资者的问题尤为重要”。

目前,我国建立了中国特色的集体诉讼、先行赔付、责令回购、民事赔偿责任优先等制度安排,形成了具有中国特色的投资者保护体系。

资本市场是国民经济的“晴雨表”,反映的是预期,体现的是信心。在复杂严峻的形势下,保持资本市场的平稳健康发展更具有特殊重要意义。建设中国特色现代资本市场,走好中国特色金融发展之路,正需中流击水,浪遏飞舟。

## 陶然论金

近期,关于银行理财的两则消息颇值得关注。一则是继今年3月份银行理财产品净值出现较大幅度波动后,相似的一幕再次上演,只不过此次的主因并非权益市场波动,而是债券市场回调。另一则是面对净值波动,投资者却较为“淡定”,部分网友甚至开玩笑称“不看都不知道跌了”。

有人看到第一则消息会产生这样的疑问——债市波动,银行理财为何受到牵连?进入11月中旬,债券市场波动加大。先是市场普遍走弱,国债期货10年期主力合约、5年期主力合约、2年期主力合约均下跌,10年期国债收益率、3年期国债收益率、1年期国债收益率出现较大幅度上行,各期限同业存单利率普遍上行。但在11月17日,市场又出现了一定程度的反弹,呈现初步企稳迹象。

债市波动引发银行理财产品净值下跌的主要原因,是,当前,债券类资产是银行理财的主要投向,尤其是风险等级较低的固定收益类产品。《中国银行业理财市场半年报告(2022年上)》显示,相较于非标准化债权类资产、权益类资产,银行理财投向债券类资产的余额高达21.58万亿元,占总投资资产的67.84%。

债市近期调整的原因是什么?用一句投资俗语概括,即“经济预期转好,债市看跌”。从宏观角度看,随着进一步优化新冠肺炎疫情防控工作二十条措施发布,疫情防控更加精准,市场对未来经济增长的信心更强。从微观角度看,随着银行同业存单、中期借贷便利(MLF)大量到期,再加上“双11”期间备付金冻结,资金面出现了边际收紧,流动性短期承压。那么,后续债市为何又出现了一定程度的反弹?主要原因有二:一是监管层着力维护资金面平稳,近日公开市场投放量增加至千亿元以上,受此影响,银行资金面隔夜利率中枢回落;二是债券收益率快速上行后,其性价比已显著改善,配置型资金加速入场。

第二则消息是,面对此次波动,投资者更趋理性。这说明,当前市场的投资思维正在从短期转向长期。

实际上,在“资管新规”落地实施的背景下,产品净值“随行就市”已成常态。投资者要从保本、刚性兑付的心理预期中走出来,选择理财产品时,需了解其投资于哪些资产、这些资产的收益风险水平如何、运行逻辑与规律是什么,等等。面对市场波动,不论债市抑或股市,投资者不必过度恐慌于银行理财产品净值的波动,而应逐步建立长期投资理念,在债市逻辑未出现根本性反转的情况下,拉长持有期、获取持续稳定的票息收入也不失为一种理性做法。此外,投资者还可根据自身风险偏好,不把鸡蛋放在一个篮子里,以多种资产配置的方式应对市场波动、合理分散风险。

本版编辑 陆敏 马春阳 美编 高妍

## 银保监会首次明确绿色保险定义并建立业务统计制度——

# 绿色保险政策体系不断健全

本报记者 杨然

加强对绿色发展各细分领域保险业务的创新。

据介绍,《通知》分为三大部分,第一部分是环境、社会、治理(ESG)风险保险业务,主要按照保险产品的维度进行统计,包括巨灾保险和碳保险等气候变化风险领域、环境污染责任保险等环境风险领域、安全生产责任保险等社会治理风险领域的保险业务;第二部分是绿色产业保险业务,主要按照客户的维度进行统计,包括生态环境产业、清洁能源产业、基础设施绿色升级产业,以及节能环保产业、清洁生产产业和绿色服务等领域的保险业务;第三部分是绿色生活保险业务,主要按照保险产品的维度进行统计,包括新能源汽车保险、非机动车保险等服务绿色生活的保险业务。

值得注意的是,《通知》采用了产品维度和客户维度相结合的设计思路。例如环境污染责任保险等险种,具有明显的“绿色”属性,因此所有业务可统计为绿色保险;而对

于雇主责任保险、企业财产保险等险种,虽然本身不直接具备“绿色”属性,但如果是为绿色企业、项目和产品提供保险服务,也可以统计为绿色保险。

“保险公司要打破惯常以产品为维度的统计方式,改变对所服务客户是否‘涉绿’掌握不充分、标识不到位的现状。”梁涛认为,发展绿色保险不仅是产品和服务的升级,更是理念和方式的转变。

梁涛建议,保险业在推动绿色发展方面具有天然优势,可以从资产和负债两端发力。一方面,发挥保险产品风险分担和损失补偿功能,为环境、社会和治理风险提供保障,助力绿色产业稳定发展,助推绿色技术新成果实施应用;另一方面,利用保险资金长期性和稳定性优势,引导投资方向,撬动投资规模,为绿色技术、绿色产品引入源源活水。各市场主体要发挥自身特长,早做人才技术储备,在行业的转型过程中取得先机。

作难以推进,严重制约了绿色保险的发展。”银保监会副主席梁涛表示,明确绿色保险定义、建立绿色保险业务统计制度将进一步发挥保险业支持绿色发展的引领作用,使绿色保险的发展迈出扎实的一步。

绿色保险业务实现可统计可监测,将有助于系统全面地呈现保险在推动绿色发展方面的功能作用,这在加强监管统筹引领、促进绿色保险政策制定的有效性和针对性的同时,也能引导行业提升绿色保险业务质量、



日前,中国银保监会发布《绿色保险业务统计制度的通知》,首次对绿色保险进行定义。《通知》明确,绿色保险是指保险业在环境资源保护与社会治理、绿色产业运行和绿色生活消费等方面提供风险保障和资金支持等经济行为的统称。

近年来,保险业在绿色保险方面开展了积极的探索和尝试,不断扩展和丰富绿色保险的内涵外延。与此同时,由于缺乏行业统一的标准和共识,绿色保险的评价和考核工