



## 资本向新 投资于人 ——“十五五”资本市场改革与发展的重点前瞻

首席经济学家：章俊

分析师：吴京、张琦



# 资本向新 投资于人

## ——“十五五”资本市场改革与发展的重点前瞻

2025年10月02日

### 核心观点

- 9月29日召开中央政治局会议，研究制定国民经济和社会发展第十四个五年规划重大问题。9月30日，证监会随即召开“十五五”资本市场规划上市公司和行业机构座谈会，聚焦高质量做好“十五五”资本市场规划思路和举措谋划。下一阶段资本市场改革与发展成为政策关注的重点。
- 在“两个变局、一个飞跃”的背景下，中国资本市场发展面临新要求和重要战略使命：一是把握全球资本配置调整窗口期，提高中国资本市场的开放程度与吸引力。二是完善与新质生产力更为适配的资本市场制度，为科创企业提供全链条融资支持。三是响应居民资产保值升值、财富管理的迫切需求。
- 十八大以来，我国资本市场改革大体呈现出“体系建设—制度改革—功能强化”的演进路线：“十二五”时期的改革重点在于健全多层次资本市场体系。“十三五”时期开始探索基础制度改革，改革方向由搭建框架逐步转向完善规则与治理。“十四五”时期，政策协同性显著增强，资本市场基础制度实现系统性重塑，同时也更加突出资本市场服务实体经济的功能定位。
- 资本市场是连接实体经济与居民财富的核心枢纽，“十五五”时期“投资于人”的理念将更为凸显：一方面，资本市场通过提供多元投资渠道，使居民能分享创新企业的成长红利，拓宽财产性收入来源；另一方面，引导社会资本投向科技创新等重点领域，为新质生产力提供坚实的金融支撑。形成居民财富增长与产业升级相互促进的格局，并不断彰显“投资于人”的理念。
- 基于“十五五”资本市场革新体系，将沿“促发展”与“守安全”双轨推进，预计资本市场将着力做好以下五大重点工作：
  - 第一，加强制度建设：聚焦适配性、韧性与生态优化。（1）完善多层次资本市场建设，加强对新质生产力的支持。（2）建设更具韧性的资本市场，着力培育耐心资本。（3）优化退市机制，提升资本市场资源配置效率与质量。
  - 第二，深化制度型开放：推动规则对接，支持红筹回归，降低制度壁垒。（1）推动基础设施与制度规则接轨国际成熟资本市场。（2）畅通科技企业跨境融资通道，吸引境外上市企业回归境内资本市场。（3）扩大外资准入范围、降低资本跨境流通的制度性壁垒。
  - 第三，加强行业机构功能性建设：推动行业机构提质增效，数字化转型再加速。（1）行业机构定位将持续完善，头部券商和中小券商的发展模式将逐渐展现差异化。（2）支持行业机构加快数字化转型，加快推动人工智能与大模型技术在证券公司传统业务中的深度融合，提升财富管理专业能力。
  - 第四，聚焦“投资于人”理念：提升金融消费者财产性收入，更注重“以人为本”的产业发展。（1）通过提升财富管理水平提高金融消费者财产性收入，引导上市公司通过提高现金分红比例、加大股东股份回购力度等手段，提升投资者获得感。（2）引导资源配置到“以人为本”的重点产业，实现资本服务于人的目的。
  - 第五，统筹安全与发展：坚定做好防风险和优监管两大重点工作。（1）防风险：防范股市大幅波动风险；防范数字技术引发的金融风险；审慎引入国际制度。（2）优监管：健全中小投资者保护体系；发展监管科技；完善监管沙盒机制，为合规金融创新提供灵活、高效的测试环境。

### 分析师

章俊

电话：010-8092 8906

邮箱：zhangjun\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

吴京

电话：010-8092 7767

邮箱：wujing\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523080001

张琦

电话：010-8092 7702

邮箱：zhangqi\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524080005

研究助理：刘小逸、杨晓

### 资本市场是连接实体经济与居民财富的核心枢纽



资料来源：中国银河证券研究院

### 风险提示

1. 政策落实不及预期风险
2. 政策理解不到位的风险

## 目录

### Catalog

|   |    |
|---|----|
| 一、 “两个变局、一个飞跃”对资本市场提出新要求 .....            | 3  |
| 二、 十八大以来五年规划中资本市场的改革回顾 .....              | 5  |
| (一) 十二五：经济转型驱动下的制度扩容 .....                | 5  |
| (二) 十三五：解决服务实体经济的结构性痛点 .....              | 7  |
| (三) 十四五：资本市场迈向高质量发展的关键阶段 .....            | 8  |
| 三、 “十五五”资本市场革新体系 .....                    | 12 |
| 四、 “十五五”资本市场改革与发展的重点前瞻 .....              | 14 |
| (一) 加强制度建设：聚焦适配性、韧性与生态优化 .....            | 14 |
| (二) 深化制度型开放：推动规则对接，支持红筹回归，降低制度壁垒 .....    | 17 |
| (三) 加强机构功能性建设：推动行业机构提质增效，数字化转型再加速 .....   | 19 |
| (四) 聚焦“投资于人”理念：提升投资者获得感、投向“以人为本”的产业 ..... | 20 |
| (五) 统筹安全与发展：坚定做好防风险和优监管两大重点工作 .....       | 22 |
| 五、 风险提示 .....                             | 23 |

9月29日召开中央政治局会议，研究制定国民经济和社会发展第十四个五年规划重大问题，并确定了中国共产党第二十届中央委员会第四次全体会议将于10月20日至23日召开。9月30日，证监会随即召开“十五五”资本市场规划上市公司和行业机构座谈会，聚焦高质量做好“十五五”资本市场规划思路和举措谋划。会议指出：“‘十四五’时期，我国资本市场实现了量质齐升，特别是新‘国九条’和资本市场‘1+N’政策体系发布实施以来，资本市场基础制度和监管底层逻辑得到全方位重构，多层次市场体系更加完备，市场功能不断健全，市场韧性明显增强，市场生态持续净化。”下一阶段资本市场改革与发展成为政策关注的重点。

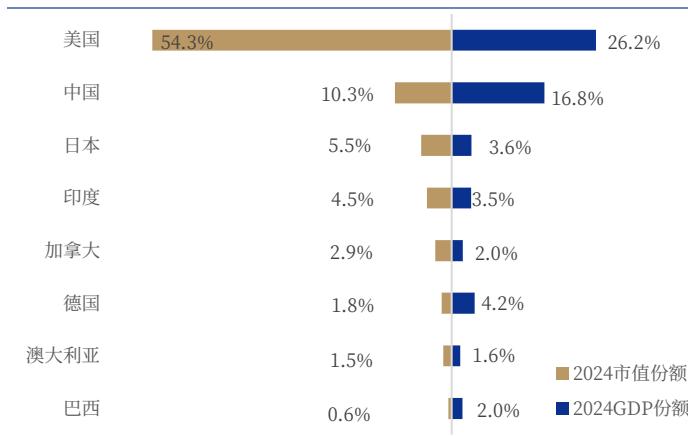
“十五五”时期，国内外经济局势较“十四五”时期发生巨大变化，在“两个变局、一个飞跃”交织共振背景下，中国资本市场发展面临更高的要求，以及更重的战略使命：引领科技突围培育新质生产力、服务居民财富保值增值、促进“以人为本”的产业发展等，凸显“投资于人”的理念。本报告对十八大以来，我国资本市场改革与发展进行回顾，并结合当下“两个变局、一个飞跃”的背景下“十五五”资本市场改革新体系，提出下一阶段资本市场改革与发展的五项重点。

## 一、“两个变局、一个飞跃”对资本市场提出新要求

在“十四五”收官、“十五五”谋篇布局的关键节点，国内外经济局势较“十四五”时期发生很大变化：一是全球正处于百年未有之大变局，地缘政治风险与国际经济政策不确定性显著提升。二是国内经济正从土地财政转向新质生产力，由房地产投资拉动的传统增长模式不具可持续性。三是人工智能引领了新一轮科技飞跃，科技成为大国博弈的核心竞争力。在“两个变局、一个飞跃”交织共振背景下，中国资本市场发展面临更高的要求，以及肩负更重的战略使命。

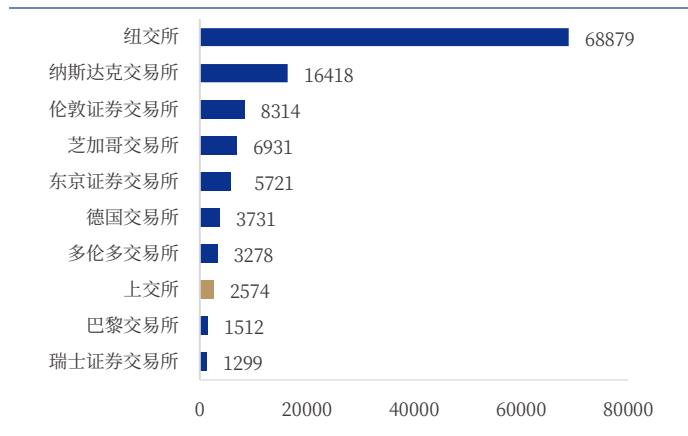
**第一，把握全球资本配置调整窗口期，提高中国资本市场的开放度与吸引力。**当前美元信用体系面临空前挑战，美元资产能否继续维持国际避险资产地位尚未有定论。中国是世界最大的发展中国家，GDP的全球占比达到16.8%，但国内上市公司市值的全球份额仅为10.3%（2024年末），相较于其他主要经济体，中国资本市场份额与经济总量份额存在较大差距，ETF等投资标的规模较低。中国资本市场有望深化制度型开放，稳慎推动资本账户自由化，从而提高人民币金融资产对国际资本的吸引力以及人民币资产的全球配置比重。

图1：全球主要经济体国内上市公司市值全球占比与GDP全球占比



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图2：世界主要证券交易所ETF规模排序（亿美元）

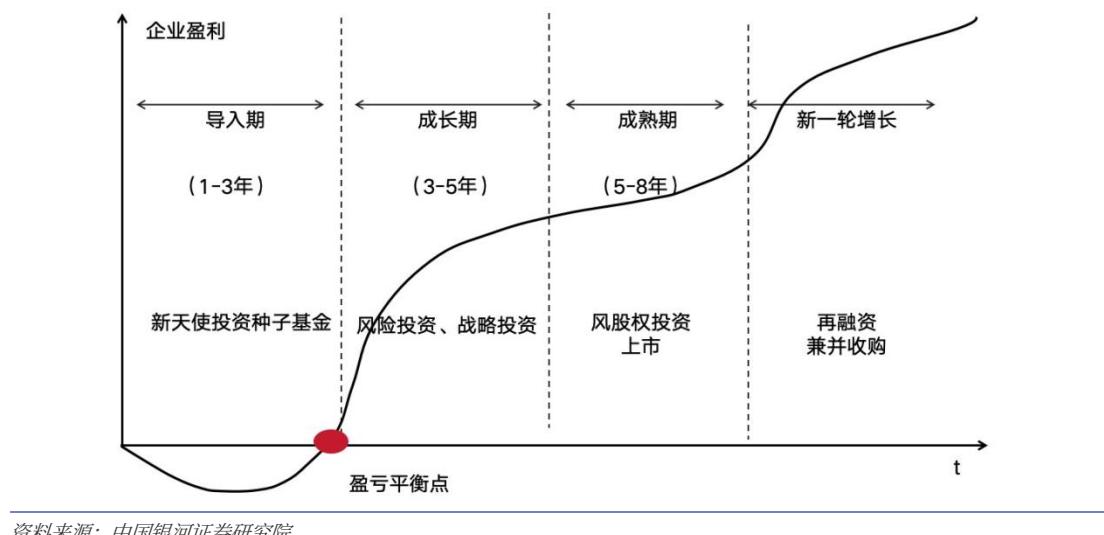


资料来源：《上海证券交易所ETF行业发展报告》，中国银河证券研究院

**第二，完善与新质生产力更为适配的资本市场制度，为科创企业提供全链条融资支持。**当前新质生产力发展仍面临传统国内信贷机制对创新型企业输血乏力等限制，“十五五”时期，资本市场

应发挥直接融资优势，立足科技企业生命周期规律，提升上市规则和融资制度的包容性，满足不同阶段融资需求。针对科创企业“三高一轻”的特质，应着力发展多层次资本市场和耐心资本，支持瞪羚、独角兽等企业成长，逐步形成新兴产业和未来产业的分层次梯队。此外，应在监管层面强化引导与激励，创新包容审慎的监管方式，提升资本市场服务新质生产力的整体效能。

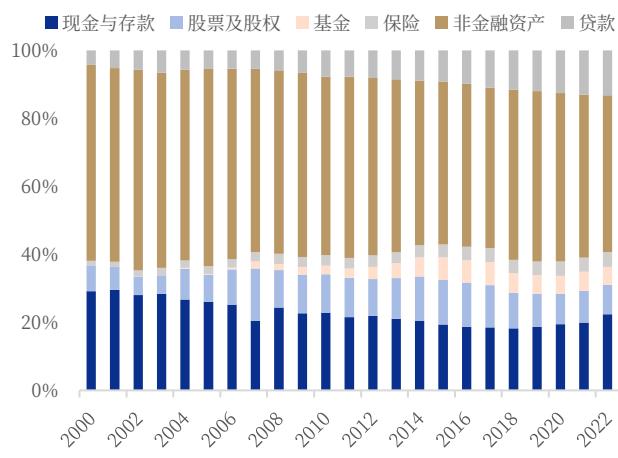
图3：为科创企业提供全链条上市融资支持



资料来源：中国银河证券研究院

**第三，响应居民资产保值升值、财富管理的迫切需求。**长期以来，我国居民资产配置主要是以房地产为主的实物资产，金融资产占比极低，在房地产止跌回稳背景下，房产投资属性弱化。居民财富的保值增值需求日益增长，资本市场在服务居民财富多元化配置、资产保值升值方面应发挥更积极作用。2018年以来，中国自然人投资者持有股票市值呈现明显上升趋势，与房地产投资增速回落形成趋势对比。“十五五”时期资本市场可通过丰富指数化投资标的、鼓励上市公司分红等举措为居民提供更多优质投资选择。

图4：中国居民金融资产配置长期以实物资产为主



资料来源：CEIC, 中国银河证券研究院

图5：房地产投资与自然人持股市值走势呈负相关趋势



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

## 二、十八大以来五年规划中资本市场的改革回顾

回顾历次五年规划，与资本市场相关的表述不断升级，任务清单逐步延展，服务实体经济的功能定位日益清晰。尤其是十八大以来，我国资本市场在持续深化改革中逐步迈向高质量发展阶段，在促进资源优化配置、推动经济快速发展和支持科技创新等方面发挥了重要作用。这一过程中，**我国资本市场改革遵循循序渐进的原则，坚持法治化、市场化、国际化的总体思路，不断推动和完善多层次市场体制建设，大体呈现出“体系建设—制度改革—功能强化”的演进路线。**“十二五”时期的改革重点在于健全多层次资本市场体系，“十三五”时期开始探索基础制度改革，改革方向由搭建框架逐步转向完善规则与治理。进入“十四五”时期，改革进一步走向系统化与功能化，政策协同性显著增强，资本市场基础制度实现系统性重塑，同时也更加突出资本市场服务实体经济的功能定位。而强监管和防风险是贯穿全局永恒不变的主题。展望“十五五”，或将在此基础上进一步强化资本市场的功能性与稳定性，更加紧密地围绕国家战略需求优化资源配置。

图6：2013年以来五年规划中资本市场发展与改革的重点



资料来源：中国政府网，中国银河证券研究院

### （一）十二五：经济转型驱动下的制度扩容

2011年前后，中国经济进入增速换挡与结构调整的关键期，传统依赖间接融资的增长模式面临效率瓶颈。这一时期实体经济对多元化融资渠道的需求显著上升，2012年社会融资规模达15.76万亿元，较上年增长22.7%，但非金融企业境内股票融资仅占1.6%，凸显直接融资体系的短板。为破解融资结构失衡问题，《金融业发展和改革“十二五”规划》明确提出“到‘十二五’期末，非金融企业直接融资占社会融资规模比重提高至15%以上”的战略目标，标志着我国资本市场从“规模扩张”向“功能完善”转型的制度设计正式启动。

#### 1.多层次资本市场体系建设取得框架性突破

**多层次权益市场体系初步成型是“十二五”时期最显著的制度成果。**“十二五”时期，国家积极推进股票发行注册制改革，全面推进创业板市场改革，稳步发展全国中小企业股份转让市场，规范发展区域性股权市场，启动证券公司柜台市场试点工作，积极研究交易场所内部分层，稳步推进退市和转板制度建设。通过“增量扩容+存量改革”双路径，**我国初步构建起覆盖沪深主板、中小板、创业板、新三板、区域性股权市场以及柜台市场组成的多层次股权市场体系，形成“场内场外协同、公募私募互补”的市场格局。**其中，2013年新三板创设并扩容至全国市场是关键突破，成为继上交所、深交所之后的第三家全国性证券交易场所。截至2015年末，新三板挂牌公司数量达到5129家，成为服务创新型中小企业的核心平台。



图7：我国多层次资本市场发展情况（截至 2025.09.30）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

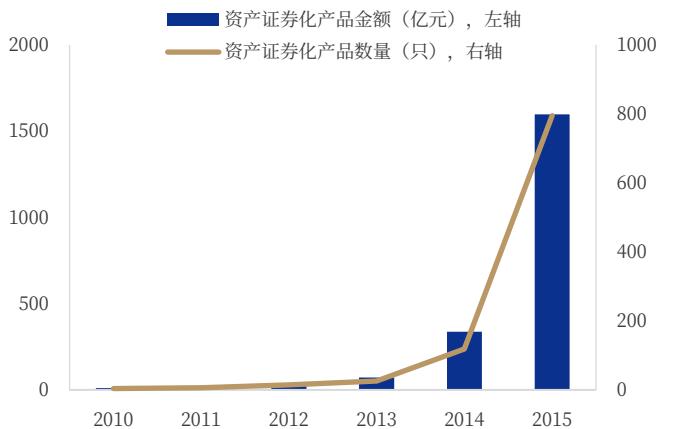
图8：我国新三板挂牌公司数量及增速情况



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

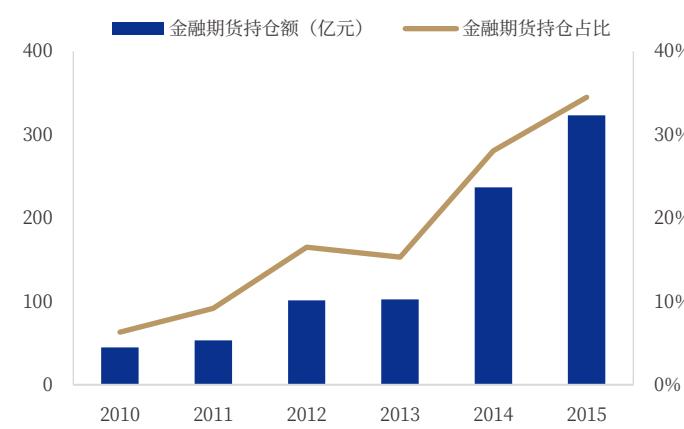
**债券市场和金融衍生品市场产品快速扩容。**债券市场方面，国家大力推进债券市场建设，深化债券市场互联互通。资产证券化业务取得突破，截至 2015 年末，我国资产证券化产品数量达到 795 只，五年复合增速达到 188.18%。金融衍生品方面，作为资本市场的重要组成部分，国家积极加快金融衍生品创新，2010 年推出的股指期货在“十二五”期间完成常态化运作。截至 2015 年末，我国金融期货持仓额为 323.19 亿元，在所有期货品类中占比达到 34.47%，相较于 2010 年提升 6.31%，“十二五”期间累计成交金额达 1221.8 万亿元，期货成交量连续位居世界前列。

图9：“十二五”期间资产证券化快速发展



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

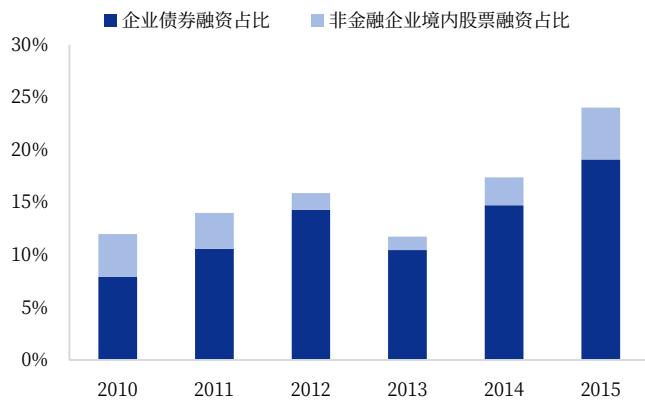
图10：“十二五”金融期货持仓额及占比



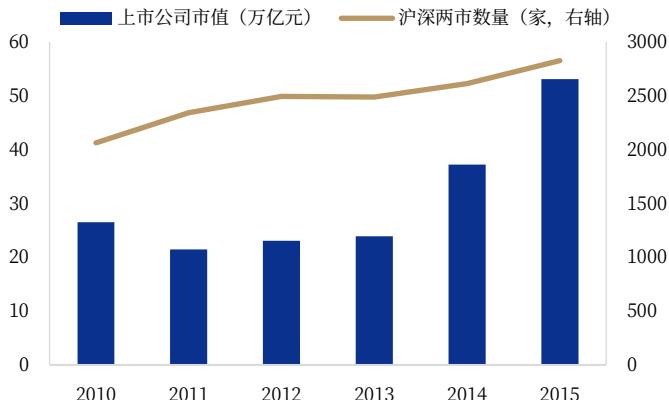
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

## 2. 直接融资与市场规模实现双重跃升

**直接融资占比实现历史性突破。**“十二五”期间，随着我国资本市场多层次市场体系逐步健全，直接融资比例从 2010 年的 12% 提升至 2015 年的 24%，年均提升 2.4 个百分点，超额完成“十二五”规划提出的“15%”目标。结构上呈现“债券主导、股票补充”特征：2015 年企业债券净融资 2.94 万亿元，较 2011 年增长 116.2%；非金融企业境内股票融资 7604 亿元，虽受市场影响年度间有所波动，但相较于 2011 年仍然增长 74.16%。

**图11：“十二五”期间直接融资占比**


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**图12：‘十二五’期间A股上市公司家数及市值**


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**市场规模与主体数量显著扩张。**沪深两市上市公司数量从2010年末的2063家增至2015年末的2827家，增长37.03%；总市值从26.54万亿元增至53.13万亿元，增长100.19%，跃居全球第二位。交易活跃度同步提升，“十二五”时期总成交金额401.15万亿元，日均成交3304.34亿元，较“十一五”时期分别增长115.08%和115.26%，反映市场流动性与定价效率的改善。

## (二) 十三五：解决服务实体经济的结构性痛点

尽管“十二五”期间直接融资占比已取得一定突破，“十三五”初期，我国社会融资结构仍然面临直接融资占比偏低、资源配置效率不足的结构性矛盾，尤其是权益融资方面。在2016年社会融资规模增量中，非金融企业境内股票融资仅占7%，直接融资对实体经济的支撑作用未能充分发挥。同时，市场开放程度有限，外资参与渠道不畅，金融风险防控体系有待完善，这些痛点推动了以“市场化突破”为核心的改革进程。在此背景下，资本市场改革从“规模扩张”转向“质量提升”，通过制度创新破解发展瓶颈，成为服务实体经济转型升级的关键抓手。

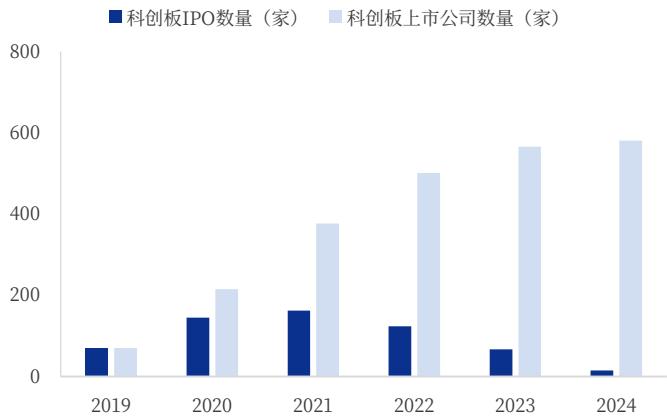
### 1. 注册制试点与市场化建设实现突破

**注册制试点形成增量改革逻辑。**“十三五”期间，资本市场基础制度建设实现历史性突破。国家设立科创板并试点注册制成为市场化改革的标志性举措。科创板聚焦“硬科技”定位，通过市场化发行承销机制、差异化信息披露要求和配套退市制度，为科技型企业开辟了直接融资新渠道，推动资本市场与科技创新深度融合。2019、2020年，科创板分别上市70、145家上市公司；截至2020年末，我国科创板上市公司数量达到215家，合计帮助科技创新企业实现股权融资3046.86亿元。

**多层次资本市场体系持续优化。**“十三五”期间，继科创板创设形成市场增量，创业板、新三板存量改革深化，形成“增量突破带动存量改革”的路径。2016年，新三板实行分层改革，设立基础层、创新层；2020年，推出精选层，提升对中小企业的服务能力。2020年，创业板改革并试点注册制，支持“三创四新”企业，完善差异化发行上市条件。

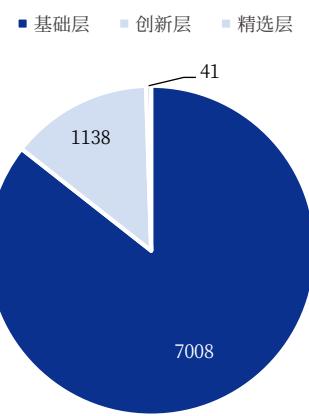


图13：科创板历年 IPO 数量和上市公司家数



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图14：2020 年新三板挂牌公司数量（家）

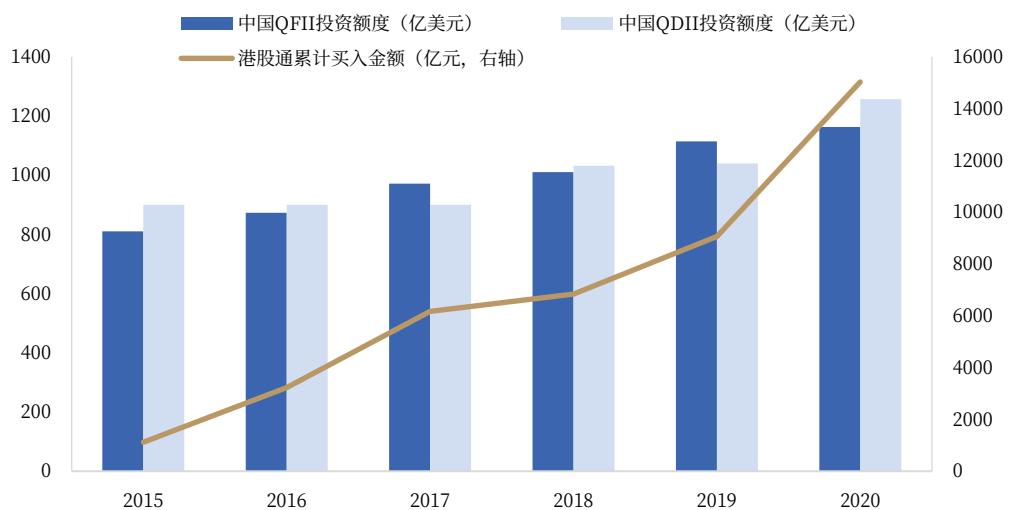


资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

## 2. 对外开放形成双向突破格局

**外资准入全面放开，市场互联互通深化。**“十三五”期间，资本市场对外开放迈出系统性步伐，形成“引进来”与“走出去”并重的双向开放格局。在“引进来”方面，2019年国务院批准取消QFII/RQFII投资额度限制，2015年到2020年QFII投资额度增长351.89亿美元；2020年全面放开证券、期货和基金管理公司外资股比限制，实现外资机构国民待遇。市场互联互通机制持续完善，“沪（深）港通”“债券通”成为外资流入主渠道。在“走出去”方面，QDII额度持续增长，“十三五”期间累计新发放QDII额度357.26亿美元；“港股通”投资标的扩容，截至2020年末港股通累计买入1.5万亿，较2015年增长13.42倍。

图15：“十三五”期间我国资本市场双向开放取得显著成效



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

## （三）十四五：资本市场迈向高质量发展的关键阶段

“十四五”时期是中国资本市场迈向高质量发展的关键阶段，在双循环新发展格局下，资本市场枢纽功能持续升级，通过构建“制度成熟-功能完善-生态优化”三维框架，实现了量的稳步增长与质的有效提升，为实体经济转型升级提供了核心金融支撑。2024年4月，国务院发布《关于加强监



管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》，从严把发行上市准入关、严格上市公司持续监管、加大退市监管力度、加强证券基金机构监管和交易监管等方面，对进一步推动资本市场高质量发展提出的新要求。这一时期，制度创新是改革的核心引擎。资本市场规模显著扩大，制度改革纵深推进，服务科技创新能力大幅增强，对外开放水平持续提高，在全球金融体系中的地位进一步巩固。

### 1.制度突破：注册制与多层次市场体系的历史性重构

**服务科技创新成效突出。**以信息披露为核心的注册制框架彻底重构发行上市机制，显著提升了资本市场对科技创新的包容性。“十四五”期间，IPO 金额前三的行业为半导体、硬件设备和电气设备，占 IPO 总额分别为 12.98%、11.42% 和 8.53%。其中，高新技术企业占比超九成，战略性新兴产业公司数量占比过半，集成电路、生物医药等领域企业在科创板形成明显集聚效应。目前，A 股科技板块市值占比超 1/4，已明显高于银行、非银金融、房地产行业市值合计占比，市值前 50 名公司中科技企业数量从“十三五”末的 18 家增至 24 家，资本市场“含科量”实现系统性提升。

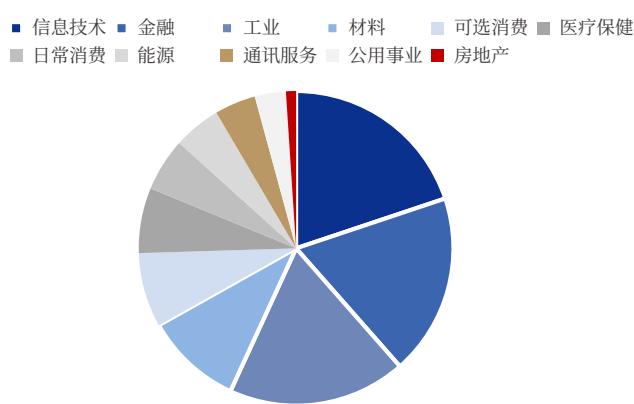
**多层次市场体系建设实现质的飞跃。**北交所的设立与高质量扩容成为服务“专精特新”企业的关键平台，其“深改 19 条”通过差异化制度设计（如“更早、更小、更新”的上市标准），为创新型中小企业开辟了专属融资通道，与沪深市场形成功能互补，共同构建了覆盖企业全生命周期的股权融资体系。截至 2025 年 9 月 25 日，北交所上市公司共计 277 家，总市值达到 8814.31 亿元，其中制造业 259 家，占比达到 93.5%，为实体经济高质量发展提供有效支撑。此外，交易所债券市场产品日趋丰富，公募 REITs、科创债、资产证券化等创新品种加快发展。全市场期货期权品种达到 157 个，广泛覆盖国民经济主要产业领域，同时还设立广期所，更好促进绿色发展。

图16：“十四五”期间 IPO 融资额前十行业（亿元）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图17：我国 A 股各类行业市值占比



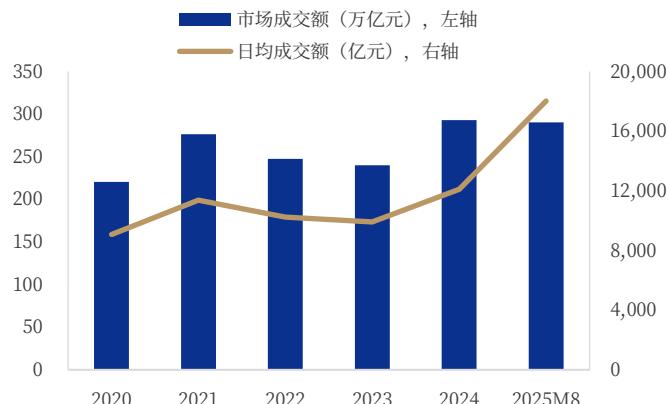
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

### 2.功能提升：服务实体经济效能量质双升

**资本市场规模和交易额实现历史性突破。**2025 年 8 月，A 股总市值首次突破 100 万亿元，稳居全球第二，较“十三五”末实现大幅增长 29.57%。此外，A 股市场活跃度持续提升，市场成交额屡破新高。截至 2025 年 8 月末，沪深两市日均股基成交额达到 1.8 万亿，相较于 2020 年提升 96.12%。两融余额突破历史新高，截至 2025 年 8 月末，A 股市场两融余额达到 2.26 万亿，相较于 2020 年末提升 39.5%。直接融资功能显著增强，近五年交易所市场股债融资合计达 57.5 万亿元，直接融资比重提升至 31.6%，较“十三五”末提高 2.8 个百分点。

**图18：“十四五”期间我国A股市值变化**

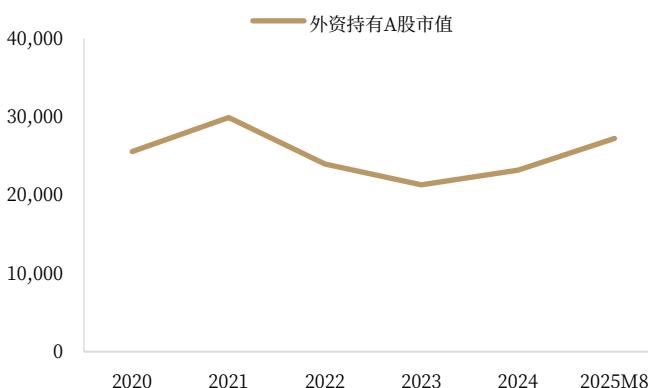

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

**图19：“十四五”期间我国沪深两市股基成交额**


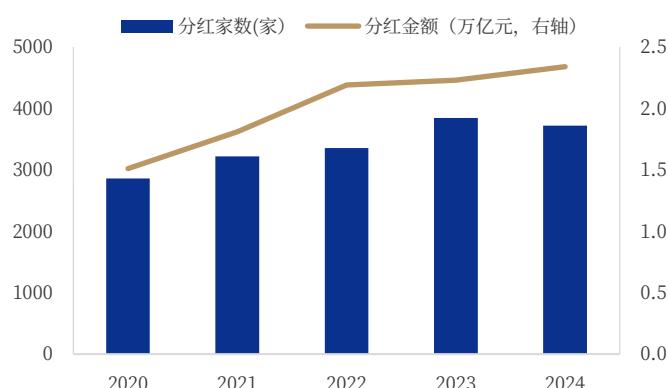
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

**对外开放水平迈上新台阶。**“十四五”期间，中国金融开放以制度型开放为核心，实现了从市场准入到规则对接的历史性跨越。外资持股比例限制全面取消，沪深港通、债券通等互联互通机制不断扩容，标志着中国金融业从“管道式开放”转向“制度型开放”的新阶段。取消外资持股比例限制后，新增13家外资控股金融机构，合格境外投资者（QFII）数量达900家，持股规模突破9400亿元。2025年上半年，外资净增持境内股票和基金101亿美元，全球资本配置中国资产的意愿显著增强。

**金融消费者获得感逐步增强。**在监管的推动下，上市公司主动回报投资者的意识明显增强。“十四五”期间，上市公司分红回购合计10.6万亿元，较“十三五”增长超80%，相当于同期股票IPO和再融资金额的2.07倍。市场稳定机制逐渐完善，上证综指年化波动率降至15.9%，较“十三五”时期下降2.8个百分点，市场抗风险能力显著增强。此外，公平公正的市场环境进一步形成，对财务造假、操纵市场、内幕交易等案件作出行政处罚2214份，罚没414亿元，较“十三五”分别增长58%和30%，执法震慑进一步增强，透明度进一步提高，市场生态进一步净化。

**图20：“十四五”期间外资持有A股市值变化（亿元）**


资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

**图21：“十四五”期间我国A股上市公司分红情况**


资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

### 3. 行业机构市场竞争力显著增强

“十四五”期间，以新《证券法》出台实施为契机，国家持续推动证券期货经营机构相关法律法规制定和落地，为行业高质量发展提供制度保障，推动行业核心竞争力稳步提升，促进资本市场长期稳定健康发展。



证券行业实现总量突破与结构优化并行。“十四五”期间，我国证券行业规模稳步扩张，截至2025H1，我国证券公司总资产达到13.46万亿元，净资产达到3.23万亿元，分别较2020年年底增长51.24%和39.83%；2024年行业实现营业收入4511.69亿元、净利润1672.57亿元，同比增长11.15%和21.35%。结构方面，2024年证监会发布《关于加强证券公司和公募基金监管加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见（试行）》，强调“支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式做优做强，鼓励中小机构差异化发展、特色化经营”，政策推动下行业兼并重组加速，头部券商以打造一流投行为目标聚焦综合化金融服务，中小券商深耕细分板块差异化竞争局面初步形成。

图22：“十四五”期间证券行业规模变化

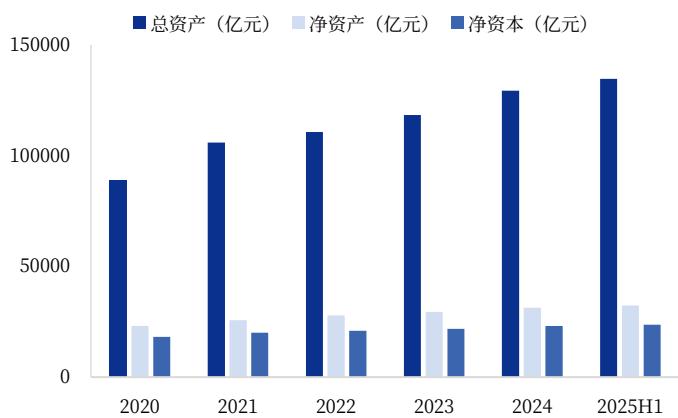
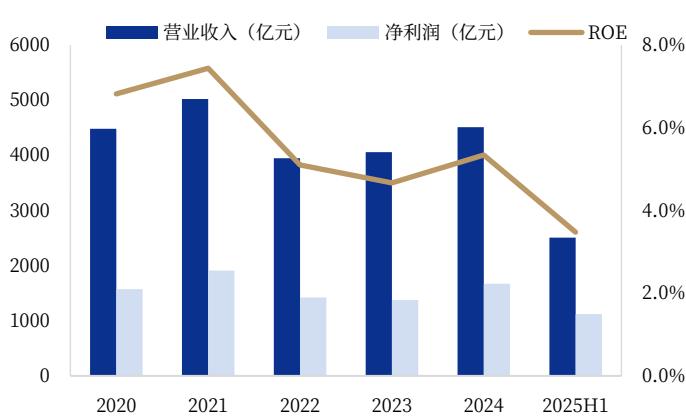
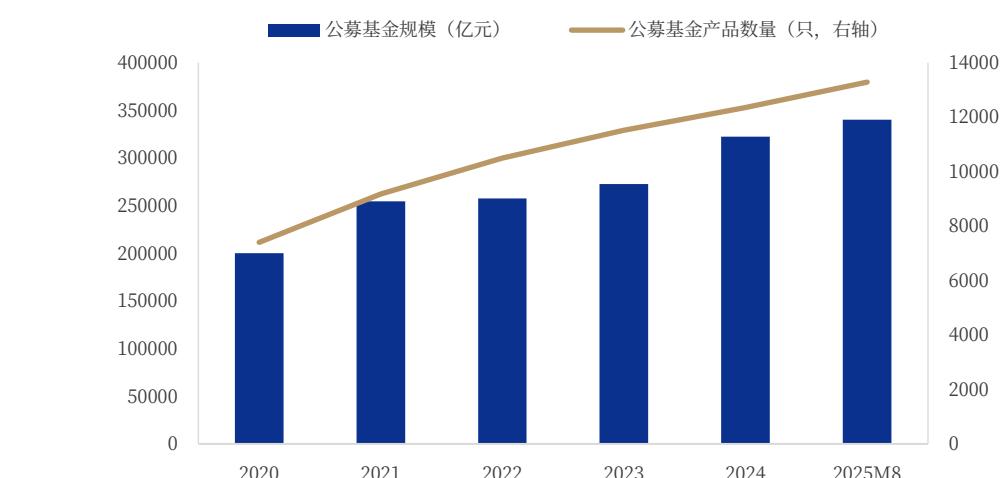


图23：“十四五”期间证券行业经营情况



基金行业转型升级持续推进。“十四五”时期，监管部门通过政策引导公募行业从“规模扩张”到“质量优先”转型。2024年，国家发布《推动公募基金高质量发展行动方案》，明确提出优化主动权益类基金收费模式、完善行业考核机制、强化投研核心能力建设等要求，推动行业践行高质量发展路径。截至2025年8月，我国公募基金产品数量和规模分别达到13288只和34万亿元，较2020年末分别增长79.5和70.1%。

图24：“十四五”期间公募基金发展情况



### 三、“十五五”资本市场改革新体系

当前，我国经济发展正处于转型的关键阶段，逐步由依赖传统土地财政的发展模式，转向以新质生产力为核心的创新驱动发展模式。居民的财富增值路径亦面临根本性重塑。过去，居民财富的增长主要得益于房地产市场的持续升值，是居民享受经济发展红利的重要途径。然而，随着经济结构的战略性调整，这一路径的有效性已显著减弱。同时，在新质生产力加快培育和发展的过程中，居民个体直接参与新兴产业、分享其成长红利面临较高的门槛和现实阻碍。亟需资本市场在服务居民财富多元化配置、资产保值升值方面应发挥更积极作用。

图25：居民住宅投资回报与融资成本差值



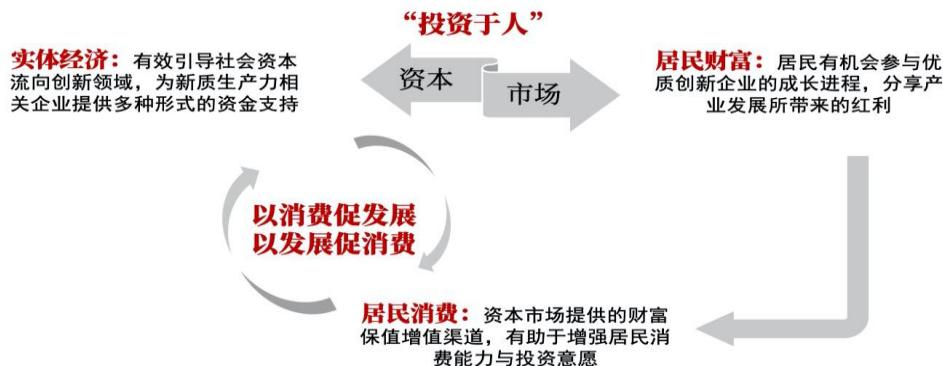
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

**资本市场作为连接实体经济与居民财富的核心枢纽**，在“十五五”规划中具有重要的战略意义。一方面，资本市场能够为居民提供更加便捷、透明和多元化的投资渠道，包括股票、债券、基金和衍生品等，使得居民有机会间接参与优质创新企业的成长进程，分享科技创新与产业升级所带来的发展成果。不仅有助于拓宽居民财产性收入来源，优化收入分配结构，也有助于使经济发展红利更公平、更广泛地惠及全体人民。另一方面，新质生产力发展离不开长期、稳定、大规模的资金支持。资本市场凭借其高效的资源配置能力和风险定价机制，能够有效引导社会资本流向创新领域，为新质生产力相关企业提供股权融资、债券发行等多种形式的资金支持，有效缓解科技创新企业面临的融资约束，为技术突破、成果转化和产业升级提供坚实的金融支撑。

综合来看，**资本市场在服务居民财富增长与支持企业创新融资的过程中，实质上构建了一种“投资于人”的良性循环机制**。与财政手段侧重于“投资于人”、注重基础公平与兜底保障不同，资本市场通过市场化机制引导资源流向最具活力的经济领域，其核心优势在于配置效率与广泛参与性。居民通过投资行为，实际上是在用资金为企业的未来发展投票；而被投资企业的成长壮大，又会通过资本市场将所创造的价值回报给投资者。这一过程不仅激发了微观主体的经济活力，更在宏观层面形成了一种可持续、可扩展的财富共享机制，进一步强化了经济发展与居民福祉之间的正向关联。

尤为重要的是，随着居民通过资本市场获得稳定、有保障的财富增值渠道，整体消费信心与消费能力将得到显著提振，投资意愿也随之增强。消费需求的释放与升级将进一步带动新质生产力发展，形成“**以消费促发展、以发展促消费**”的良性循环，为加快构建新发展格局、推动经济高质量发展注入持续内生动力。

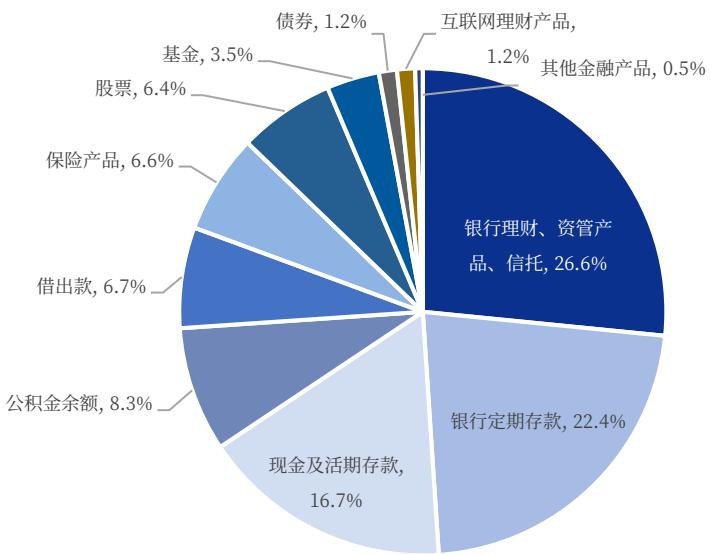
图26：资本市场是连接实体经济与居民财富的核心枢纽



资料来源：中国银河证券研究院

当前，我国直接融资占比仍有提升空间，而资本市场作为与新质生产力最适配的融资引擎，其功能有待进一步激活。同时，中国居民家庭金融资产中，超过 65% 配置在了银行理财、存款和现金等稳健型资产上。同时，证券类产品（股票、基金、债券）的配置比重相对较低，合计仅占 11.1%，这意味着通过资本市场分享创新红利的潜力尚未充分释放。

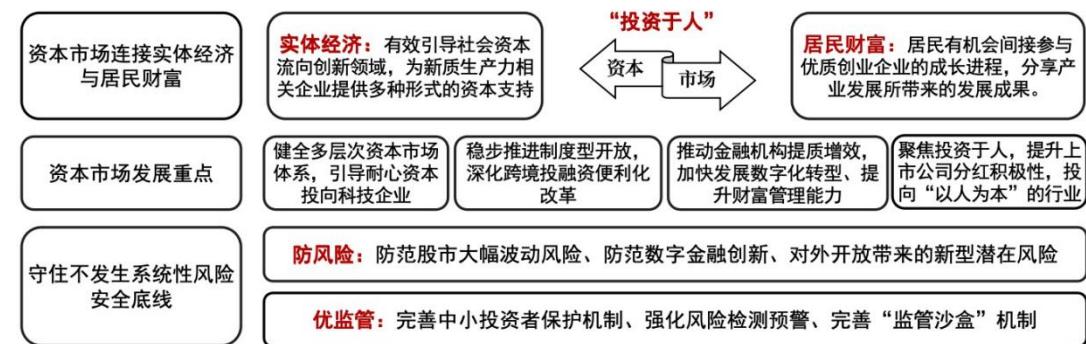
图27：城镇居民家庭金融资产分布



资料来源：2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况调查，中国银河证券研究院

为更好发挥资本市场的战略功能，要统筹兼顾“促发展”和“守安全”两方面工作。**在“促发展”方面**，一是要把握方向，重点支持新质生产力，并注重“投资于人”理念；二是要注重内外兼修，既要推动自身的迭代升级，例如，发展金融科技、提升为客户创造价值的能力，又要加强外部体系和制度建设，完善市场基础建设。**在“守安全”方面**，坚持风险防控与有效监管并重，做到既能守住底线，又能提升市场韧性。

图28：“十五五”资本市场改革新体系



资料来源：中国银河证券研究院

## 四、“十五五”资本市场改革与发展的重点前瞻

根据“十五五”资本市场改革新体系，资本市场将沿“促发展”与“守安全”双轨推进，预计资本市场将着力做好以下五大重点工作。

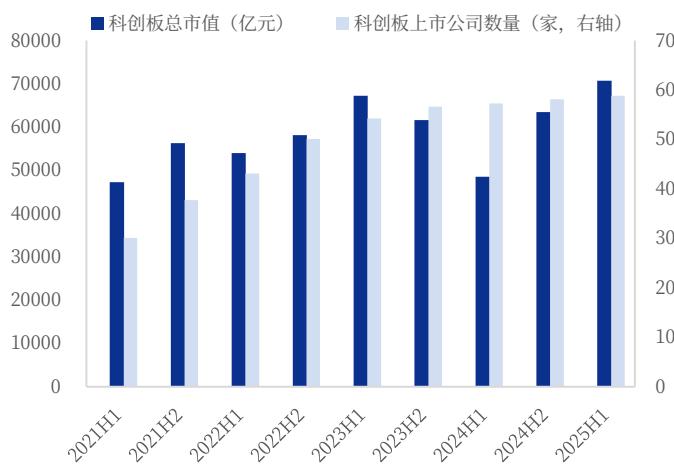
### （一）加强制度建设：聚焦适配性、韧性与生态优化

加强制度建设，更有助于打造一个规范、透明、开放、有活力且富有韧性的资本市场。展望“十五五”，在制度建设层面，资本市场可着力推进以下三个方面的工作。

**第一，加强与新质生产力企业的适配性，为优质企业匹配全生命周期的融资支持。**

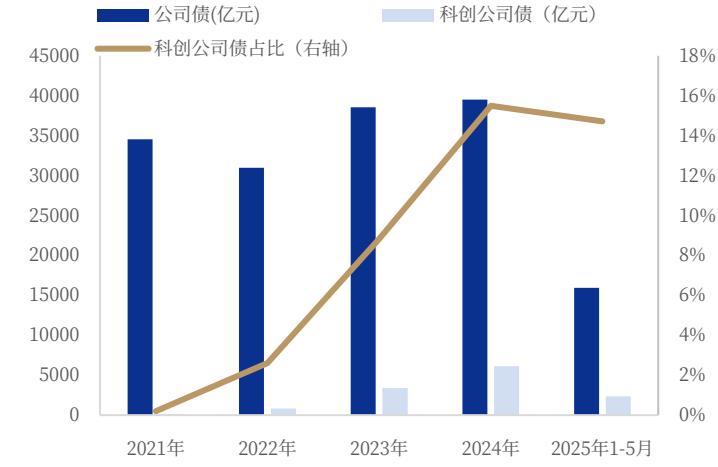
2025年以来，资本市场制度改革持续推进。一是优化股票发行上市制度，提高对科技企业的包容性。2025年6月，中国证监会发布《关于在科创板设置科创成长层 增强制度包容性适应性的意见》，提出“1+6”改革举措，在科创板重启未盈利企业适用第五套上市标准。同月，在创业板正式启用第三套标准，支持优质未盈利创新企业上市。这一系列改革措施显著增强了资本市场的包容性和服务科技创新的能力。二是加快多层次债券市场发展，畅通科技企业的债券融资渠道。一方面，科创债发行规模和市场占比持续提高，债券市场对新质生产力企业的融资支持作用日益增强。另一方面，债市“科技板”的设立，为科技企业提供了全新的债券融资与投资平台。2025年5月，央行、证监会联合发布公告，推动债市“科技板”落地实施。设立百天成绩斐然，自5月7日创新推出至8月20日，债市“科技板”运行超过一百天，期间全市场累计发行科技创新债券709只，总规模达9892.25亿元。三是深化并购重组，推动产业链整合与头部企业高质量发展。“新国九条”“科技十六条”“科创板八条”、“并购六条”等政策密集释放积极信号，强化对企业并购的支持。随着制度规则的不断完善和政策导向的持续强化，并购重组将在推动资本市场优化资源配置、促进产业转型升级、支持头部企业高质量发展方面发挥更大作用。

图29: IPO 趋严背景下, 科创板保持稳健增长



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

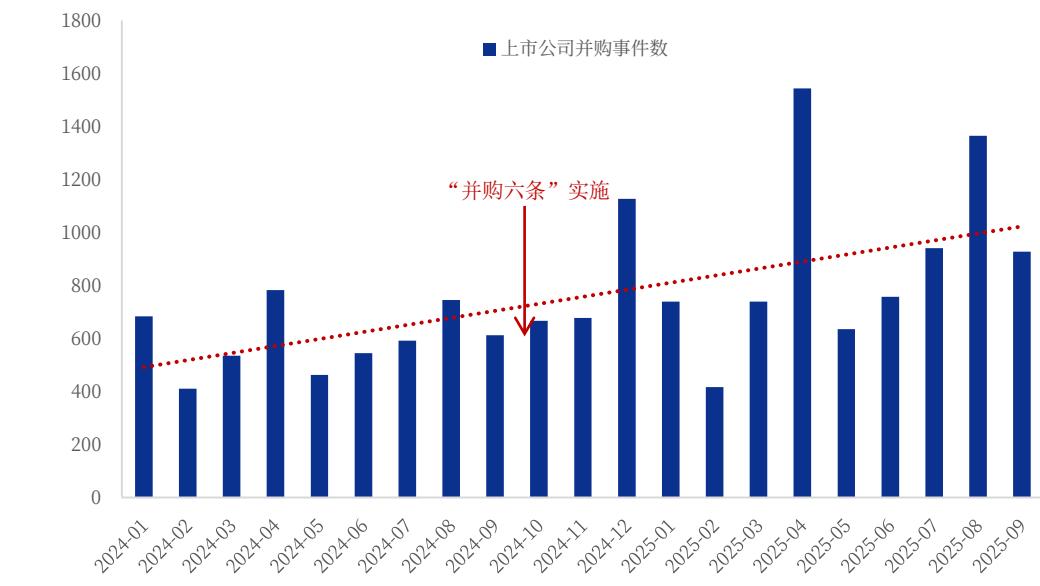
图30: 科创债发行规模及占比有所提高



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

展望“十五五”，政策或将深化科创板、创业板改革为抓手，健全覆盖企业全生命周期需求的产品和服务体系，更好服务新质生产力发展。股票市场方面，将逐步形成覆盖企业初创期、成长期、成熟期直至国际化阶段的全链条融资支持体系。发行与上市制度将继续放宽对科技创新类企业的盈利要求，强化对企业研发投入、核心专利、技术突破等创新属性的评价导向，推动更多掌握关键技术的“硬科技”企业登陆资本市场。债券市场方面，将着力推动债市“科技板”常态化、制度化建设，降低科技企业融资成本。同时，通过完善债券市场信息披露、信用评级等配套制度，提高投资者风险识别与定价能力，理性投资。并购重组方面，将继续支持优质科技型企业加快整合上下游资源，实现规模化和产业化发展。同时，通过并购重组提升行业集中度，形成一批能够在国际舞台上占据重要位置的产业领军者。

图31: “并购六条”实施后并购市场活跃度提升但仍有加力空间



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

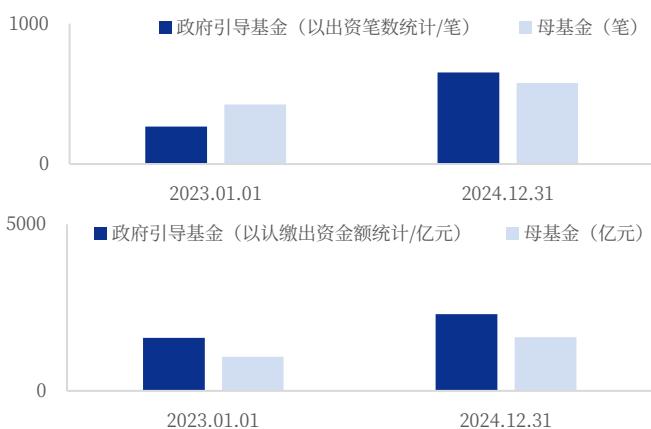
第二，优化制度安排，更大力度培育耐心资本。

一级市场方面，“耐心资本”通过制度设计引导资金向早期科技创新领域集中。近年来，各地加快优化政府投资基金布局，重点支持战略性新兴产业和关键核心技术。2025年初，国务院办公厅印发《关于促进政府投资基金高质量发展的指导意见》，首次从功能定位将政府投资基金划分为产业投资类和创业投资类，显示出政策体系正朝精细化、专业化方向发展，为早期科技企业提供制度支持。

二级市场方面，通过“长钱长投”制度安排，让长期资金在平滑周期波动、增强市场抗风险能力方面发挥关键作用。“十四五”期间，保险资金投资股票和权益类基金规模已超5.4万亿元，长期股票投资试点规模达到2220亿元，险资举牌活跃度明显提升。二级市场的长期资金正逐步成长为推动资本市场长期稳定和高质量发展的关键力量。

**展望“十五五”，**一级市场方面，或将通过完善长期资本制度安排，引导市场化投资机构（如CVC、IVC）提升投资耐心，共同破解科技创新企业在“投早、投小、投长期、投硬科技”等方面的结构性融资难题。二级市场方面，或将完善“长钱长投”制度体系，着力打通社保、保险、理财等中长期资金入市的堵点和卡点。同时，推进公募基金改革，共同形成资本市场稳定发展的关键力量。

图32：政府引导基金笔数与金额情况



资料来源：Zerone, 中国银河证券研究院

图33：险资入市积极性提高



资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

### 第三，完善退市制度，优化市场生态。

退市制度是资本市场的基础性制度之一，是不断提升上市公司质量的保障。近年来，退市制度改革持续深化，已成为提升上市公司质量的重要抓手。从历史数据看，A股退市节奏显著加快。2022—2024年，三年累计退市企业达151家，年均退市数量超过过去十年均值，退市常态化特征初步显现。从类型分布来看，财务类与交易类退市合计占比近九成，监管执法趋严与市场化出清机制日趋成熟，正在推动“壳资源”价值显著收敛，投资生态正加速切换。

**与成熟资本市场相比，A股的退市机制仍有提升空间。**2012-2024年，A股平均每年退市约19家，而同期美国每年平均有329家公司退市。美国市场这种“大开大合”的更新机制，有助于充分发挥优胜劣汰效应，实现资源的高效配置，体现了成熟资本市场在市场化调节和优化资源配置方面的优势。

**展望“十五五”，A股退市制度改革将进一步深化，未来可能重点推进以下方向。**一是强化多维退市标准。重点在财务、交易、违法违规等维度优化规则，确保退市标准科学、合理，具有发展前景。二是完善重大违法强制退市机制。压实上市公司信息披露和治理责任，加大对虚假披露和重大违规行为的惩戒力度，形成高压震慑效应，提升市场诚信水平。三是健全以市场为主导的退市机制。强化优胜劣汰效应，提升资本市场整体健康度与资源配置效率。

**图34：A股退市数量及退市率情况**


资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

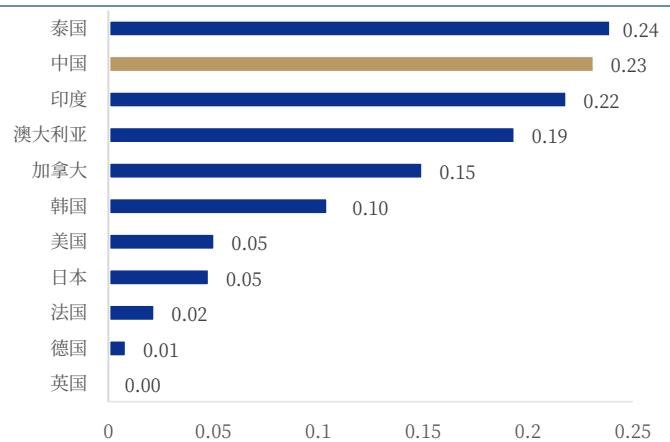
**图35：美股退市数量及退市率情况**


资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

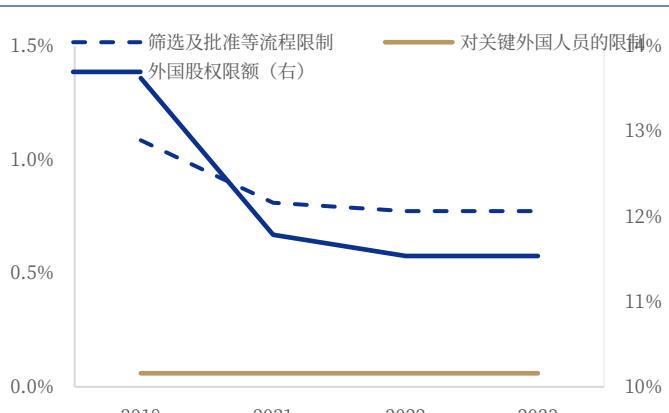
## （二）深化制度型开放：推动规则对接，支持红筹回归，降低制度壁垒

资本市场开放以放宽流动、优化准入、提升透明度为主线，核心目标是增强市场效率及国际竞争力。对内吸引外资、弥补缺口、驱动升级，对外提升人民币资产吸引力，加速国际化。同时，引入国际经验与工具创新，改善定价与投资效率，增强国际竞争力。

当前境外资本投资中国市场的主要渠道包括合格境外机构投资者（QFII）、人民币合格境外投资者（RQFII）、合格境外有限合伙人（QFLP）、沪港通及深港通等互联互通机制、外商直接投资（FDI）等。在资本跨境流通便利性、汇兑限制及投资限额等方面仍存在较高制度性壁垒。外商直接投资监管限制指数是测度一国 FDI 流动自由程度的重要标准，统计结果表明，中国 FDI 限制壁垒仍然较高，与泰国、印度等经济体接近，较欧洲、美国、日韩存在较大差距。分项来看，尽管各分项均呈现下降趋势，但筛选和批准流程、外国股权限制仍存在较高的制度性壁垒。

**图36：2023年外商直接投资监管限制指数**


资料来源：OECD, 中国银河证券研究院

**图37：中国外商直接投资监管限制指数分项**


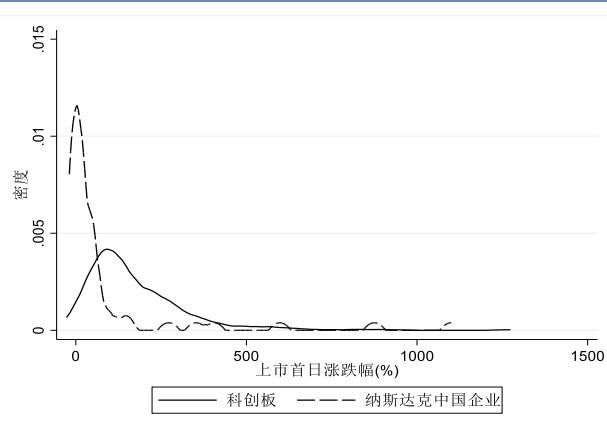
资料来源：OECD, 中国银河证券研究院

“十五五”时期资本市场制度型开放将聚焦三大方向，以深化中国资本市场与国际市场的衔接。  
**第一，推动基础设施与制度规则接轨国际成熟资本市场。**一是深化境内外金融基础设施的互联互通，构建覆盖跨境支付、清算、登记、结算与托管等环节的一体化跨境金融基础设施体系。二是推动自

贸协定从传统关税减让向现代经贸规则转型，重点突破金融开放与资本市场互联互通等深层次制度安排，将跨境金融便利化、金融机构准入、新金融服务、金融信息处理与传输、透明度规则、金融服务例外、特定承诺等金融合作议题系统纳入区域贸易协定框架。三是借鉴境外成熟资本市场相关制度完善国内企业 IPO、再融资、退市等机制。例如，《关于在科创板设置科创成长层 增强制度包容性适应性的意见》借鉴境外市场有关做法，在科创板引入资深专业机构投资者制度、预先审阅制。

**第二，畅通科技企业跨境融资通道，吸引境外上市企业回归境内资本市场。**一是提高 IPO 定价效率。利用 2019 至 2021 年间上市的科创板企业、纳斯达克上市的中资企业的 IPO 首日涨跌幅数据绘制概率分布图，对比两个市场的 IPO 抑价程度。分布结果显示，科创板企业 IPO 首日涨幅更大，平均达到 173%，纳斯达克为 83%，可见科创板的 IPO 定价仍存在相对高的抑价程度，企业直接融资规模相对较小。可通过在定价询价环节增加公司高管与询价机构的路演与交流，降低信息不对称性，扩大询价机构范围，动态调整价格区间，从而提高定价效率，适度缓解高估值企业 IPO 抑价严重的问题，扩大企业融资额，提高对优质企业的吸引力。二是充分发挥科创成长层制度创新实验平台的作用。可借鉴境外成熟资本市场相关制度完善国内科创企业 IPO 机制。近年来，境内企业赴港上市迎来热潮，2024 年内地赴港上市企业占港交所 IPO 数量比重超过 90%，原因或在于港交所在审批流程、上市门槛、制度包容性等方面具有相对优势。例如，港交所最新推出“科企专线”，助推特专科技公司及生物科技公司申请上市，并允许这些公司选择以保密形式提交上市申请。

图38：科创板与纳斯达克中国企业 IPO 首日收益率分布比较



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图39：内地赴港上市企业数量在港股新增 IPO 数量占比已高达 9 成



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

**第三，扩大外资准入范围、降低资本跨境流通的制度性壁垒。**国家外汇管理局最新数据显示，2025 年上半年外资净增持境内股票和基金 101 亿美元，扭转过去两年净减持态势，<sup>1</sup>“十五五”时期中国资本市场或将继续扩大外资准入，降低资本流动的壁垒。一是推广“沪港通”“债券通”“互换通”“中欧通”等重要机制的相关经验，为“全球南方”提供规则衔接模板，畅通跨境投融资渠道。二是优化 QFII 与 RQFII 跨境资金管理。双 Q 渠道是我国资本跨境流动的重要机制，其中 QFII（合格境外机构投资者）可通过有关部门审批后，汇入一定额度的外汇资金，汇兑为当地货币后投资于当地证券市场，是外资进入中国资本市场的重要渠道，2019 年我国取消 QFII 投资额度限制，但仍存在资格申请审核、报备、持股比例（单个境外投资者对单家上市公司股份的持股比例不得超过 10%，所有境外投资者对单家公司 A 股的持股总和不得超过 30%）、投资标的范围（限于股票、存托凭证、债券、债券回购、资产支持证券等中国证监会允许的金融工具）等制度性限制。<sup>2</sup>“十五五”时期，有望通过简化业务登记手续、扩大合格境外投资者数量、优化账户管理等措施降低制度成本，吸引国际资本投资中国市场。

<sup>1</sup> <https://jrz.sh.gov.cn/ZXYW178/20250724/33a56db3e573441f98b014364a8dd365.html>

<sup>2</sup> <https://www.efunds.com.cn/lm/jgfw/zhlc/cjwt/?value=639765&from=org>

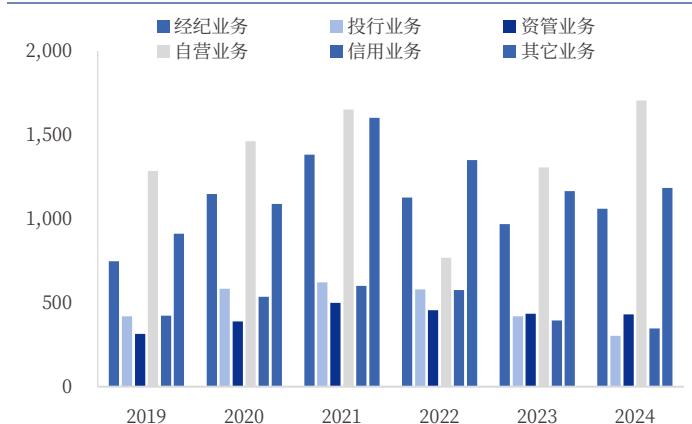
### (三) 加强机构功能性建设：推动行业机构提质增效，数字化转型再加速

“十五五”期间，预计进一步推动行业机构加强功能性建设，引导其树立正确经营理念，从单纯规模扩张持续转向质量提升和功能深化，更好地提升服务实体经济质效。

#### 1.证券行业：加强功能性建设，数字化转型再加速

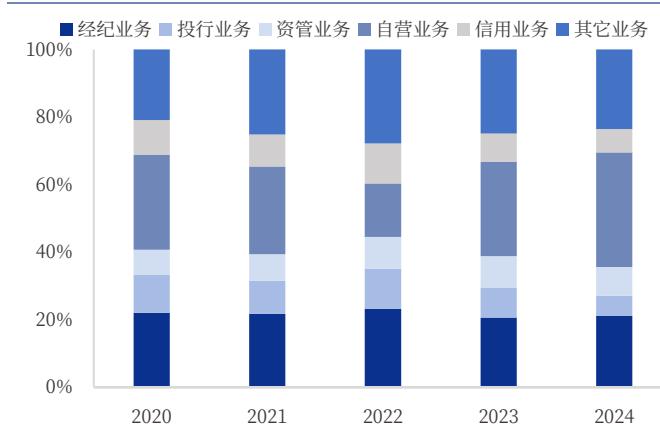
从“同质化竞争”向“差异化发展”转型。强大的金融机构是实现金融强国目标、推进中国式现代化的关键抓手。二十届三中全会提出，要“统筹推进财税、金融等重点领域改革”，“深化金融体制改革”，“完善金融机构定位和治理，健全服务实体经济的激励约束机制”，未来进一步推进金融机构深化改革是发展趋势。2024年4月，证监会发布《关于加强证券公司和公募基金监管加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见（试行）》，提出7个方面25条重点举措，其中总体目标是力争通过5年左右时间，推动形成10家左右优质头部机构引领行业高质量发展的态势；到2035年，形成2至3家具备国际竞争力与市场引领力的投资银行和投资机构；到本世纪中叶，形成综合实力和国际影响力全球领先的现代化证券基金行业。对于行业差异化发展，提到要“适度拓宽优质机构资本空间，支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式做强做优；鼓励中小机构差异化发展、特色化经营，结合股东特点、区域优势、人才储备等资源禀赋和专业能力做精做细”。

图40：近年来上市券商主要业务营收变化（亿元）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图41：2025Q1上市券商主营业务结构



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

展望“十五五”，一是机构功能性建设提质增效，定位将持续完善，头部券商和中小券商的发展模式差异化将进一步展现。政策推动下，预计证券行业将逐步从单一依赖资产规模和人力投入的规模扩张发展模式，向注重服务能力和质效双向提升的深刻转型。这一转变不仅体现在收入结构的优化，更驱动行业格局向“头部集聚+特色化中小券商”分化：一方面，转变行业过去单纯依靠经纪业务通道业务和自营投资周期业务的传统模式，鼓励和引导行业加强财富管理、资管、机构业务模式创新，规范融资融券、衍生品重点业务发展，增强证券行业运行稳定性；另一方面，推动头部券商通过并购重组等方式做大做强，全面完善各条业务线加强综合服务能力，做好服务实体经济的主力军和压舱石；中小金融机构通过深耕区域化或特色化业务形成竞争优势，核心关注自身风险防范和化解，保持对市场的敏感度和灵活性，在实现差异化发展的过程中及时调整打法。

二是侧重数字化转型，加快推动人工智能与大模型技术在证券公司传统业务中的深度融合。在投研方面，依托大模型与量化策略的跨市场通用底座模型，提升策略生成效率与前瞻性判断能力，降低人为误差；在客户服务方面，推动人工与智能服务协同演进，实现由辅助工具向智能决策伙伴的功能跃升；在运营管理方面，探索通过AI驱动流程自动化与风险控制优化，提升整体运营效率与



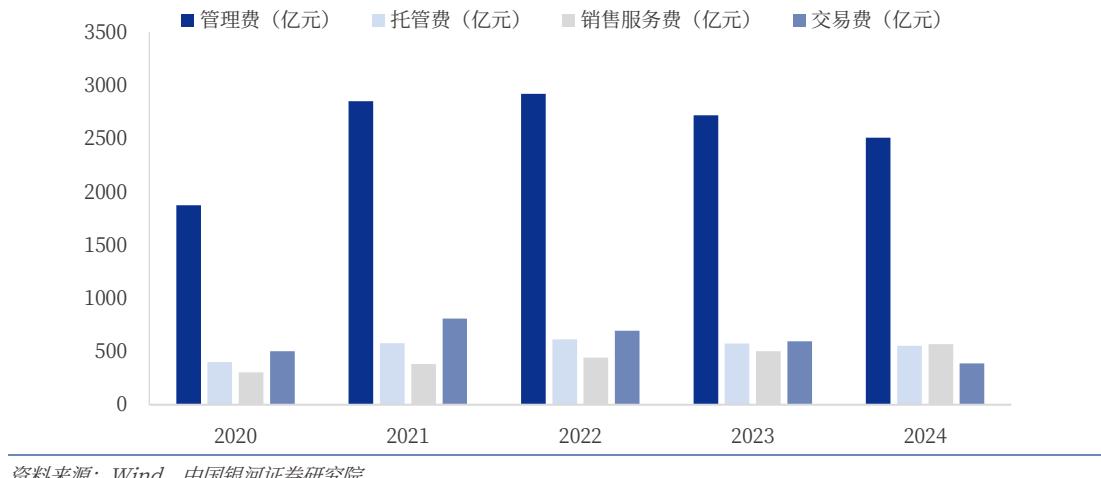
合规水平；在财富管理方面，面向高净值客户，通过智能投顾与量化平台，增强资产配置的专业化与精细化。

## 2. 基金行业：以投资者为本，提升中长期资金服务能力

**从重“管理规模”向重“投资者回报”转型。**“十四五”期间，我国公募基金行业快速发展，在服务实体经济与国家战略、促进资本市场改革发展稳定、满足居民财富管理需求等方面发挥了积极作用，但也存在经营理念有偏差、功能发挥不充分、发展结构不均衡、投资者获得感不强等问题。在诸多会议文件中，国家多次提出“稳步推进公募基金改革、推动证券基金机构高质量发展、支持中长期资金入市”的决策部署。2024年，证监会印发《推动公募基金高质量发展行动方案》（以下简称“行动方案”，提出要坚持以强监管、防风险、促高质量发展为主线，校正行业发展定位，实现功能性和盈利性的有机统一；同时，坚持以投资者为本，树立以投资者最佳利益为核心的经营理念，提升投资者获得感，实现从重规模向重投资者回报转型。

**展望“十五五”，**依照“新国九条”和《行动方案》的政策部署，“十五五”期间公募行业将持续坚持市场化、法治化方向，秉承“以投资者为本”理念，持续深化行业高质量改革发展，改革重心预计包括以下四个方面：**一是**进一步改革行业运营模式。持续深入贯彻浮动管理费机制，扩大浮动管理费收取范围，强化业绩比较基准的约束作用，提升基金信息披露范围，持续探索投资者让利路径。**二是**探索行业长周期考核机制，建立与绩效挂钩的激励模式。以高质量考核促高质量发展，推动行业全面建立以基金投资收益为核心的考核体系，同时强化监管分类评价的引导作用，重塑行业评价评奖业态，督促行业建立健全与基金投资收益相挂钩的薪酬管理机制。**三是**突出权益类基金发展导向。鼓励主动管理权益类基金和场内外指数基金创新发展，优化各类权益类基金注册安排，把分类评价指标权重更多向发展权益类基金倾斜。**四是**提升行业中长期资金服务能力。加强行业核心投研能力建设，鼓励行业加强数字化技术应用落地，研究创设更加适配机构投资者的基金产品。同时完善基金公司治理模式，支持各类基金产品协调发展，提升行业经营稳健性。

图42：公募基金降费取得显著成效

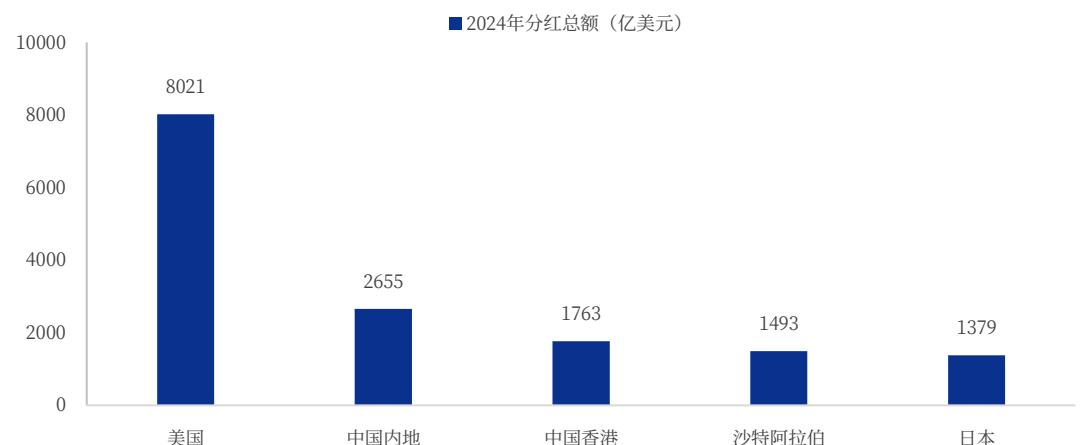


## (四) 聚焦“投资于人”理念：提升投资者获得感、投向“以人为本”的产业

当下我国经济发展模式从土地财政到新质生产力发生重要转变，与此同时由传统的“投资于物”更多转向“投资于人”的理念。“投资于人”强调通过教育、医疗、社会保障等关键领域的战略性投入，提升人力资本质量。资本市场贯彻“投资于人”理念主要体现在两大维度：

**第一，提升金融消费者的获得感与满足感。**“投资于人”的目标在于让居民切实感受到经济发展带来的收益与生活物质的满足。一方面，资本市场可通过提升财富管理水平，提高金融消费者财产性收入。另一方面，引导上市公司通过提高现金分红比例、加大股东股份回购力度等手段，提升投资者获得感、增强市场信心，进而推动居民高质量生活与经济发展之间的良性循环。近年来，我国上市公司在现金分红和股东回购机制方面持续完善，《上市公司监管指引第3号——上市公司现金分红（2023年修订）》等政策强化了对企业回报的约束和激励。**展望“十五五”，**随着监管政策的完善与上市公司治理水平的持续提升，现金分红与股东回购有望成为上市公司常态化回报投资者的重要手段，形成稳健的投资回报预期，进而支撑资本市场在服务居民财富增长和消费升级方面发挥更大作用。

图43：2024年A股上市公司分红总额仅次于美国



资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

**第二，“以人为本”相关产业或将迎来更大发展机遇。**与“投资于物”为核心的传统发展路径相比，“投资于人”更强调人才的全面发展，以及人与高质量生活方式之间的深层联系。教育、医疗、社会保障、新型消费等“投资于人”重点领域，或存在较大发展空间。根据日本发展经验，上世纪80年代末房地产泡沫破裂后，叠加老龄化问题加剧，日本企业加快产业结构调整。教育、医疗和社会保障等“以人为本”的领域吸引了资本市场更多资金支持。相关产业的发展在一定程度上推动了人口素质提升，并与经济高质量发展形成了良性互动。现阶段，A股“投资于人”相关企业占比较为稳定，在土地财政向新质生产力转向的过程中，相关领域或具备较大发展空间。

表1：“投资于人”重点行业分类

| “投资于人”概念 | Wind 四级行业   |
|----------|---|
| 就业与教育    | 教育服务、人力资源、就业服务  |
| 悦己消费     | 酒店度假村与豪华游轮、休闲设施、餐馆、特殊消费者服务、休闲用品IV、美容护理IV、白酒与葡萄酒、软饮料、啤酒、互动媒体与服务IV、出版、广告、有线和卫星电视、电影和娱乐、互动家庭娱乐、黄金  |
| 人身安全     | 生命科学工具和服务IV、生物科技IV、医疗保健技术IV、医疗保健设备、医疗保健用品、保健护理产品经销商、保健护理设施、保健护理服务、西药、中药、人寿与健康保险、多元化保险、财产与意外伤害保险 |

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图44：日本房地产泡沫后“投资于人”公司数量占比开始上升



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图45：A股“投资于人”公司占比比较稳定



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

## （五）统筹安全与发展：坚定做好防风险和优监管两大重点工作

### 1. 防风险

**第一，防范股市大幅波动风险。**丰富逆周期调节工具箱。例如，支持中央汇金公司发挥类“平准基金”作用，同时完善法律法规与制度设计，兼顾金融安全、公平与效率，为运行提供法治保障；并明确退出机制，确保干预平稳退场，防止市场依赖与道德风险。借鉴香港经验，可通过打包成 ETF 逐步出清干预资产，实现平稳退出并推动市场发展。

**第二，防范数字技术带来的金融风险。**一是严格管理智能投顾、直播荐股等依托数字技术的新型金融活动，强化对证券投资顾问等业务的准入审核和执业监督，防止误导投资者、损害其利益，并维护市场健康秩序。二是针对金融人工智能可能引发的算法偏见、解释性不足以及放大顺周期风险等问题，需持续优化技术方案，防止风险。

**第三，防范资本市场开放“水土不服”的风险。**我国资本市场对外开放最早可追溯至 20 世纪 90 年代初设立的 B 股市场，但时至今日仅 30 余年，相较于国际资本市场的发展历程，仍处于早期探索阶段。因此，在引入国际制度安排时，需要充分理解其内在机制和运行逻辑。对于不符合中国国情的做法，应谨慎引入，避免生搬硬套。对于短期时机尚不成熟或条件尚不具备的安排，应先推动国内制度改革，创造适宜条件，或通过试点积累经验，待条件成熟后再全面推广。

### 2. 优监管

**第一，完善中小投资者保护机制，健全投资者保护体系。**建立立体化追责体系，严厉打击财务造假、市场操纵、内幕交易等违法违规行为。持续提升监管执法的规范化水平，强化对违法行为的精准打击和惩戒力度，切实维护投资者合法权益。

**第二，大力发展与应用监管科技，建设统一的金融风险监测预警平台。**充分利用大数据、人工智能等技术，提升风险监测的实时性、穿透性、智能化与精准化水平，实现“以数据监管数据、以技术监管技术”。同时，坚持“同类业务、同一监管标准”的功能监管理念，探索对大型科技平台、去中心化金融等新兴业态的穿透式监管框架，有效防范系统性金融风险。

**第三，进一步完善“监管沙盒”机制。**在严格守住风险底线的前提下，为合规创新提供更灵活、高效的测试环境和政策空间。建立健全创新产品的风险评估、动态监测及纠偏退出机制，借鉴新加坡等国家的经验，为金融创新构建精准、灵活的“安全试验区”，在风险可控的前提下鼓励金融科技发展。

## 五、风险提示

政策落实不及预期的风险；政策理解不到位的风险。

## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图 1： 全球主要经济体国内上市公司市值全球占比与 GDP 全球占比 ..... | 3  |
| 图 2： 世界主要证券交易所 ETF 规模排序（亿美元） .....       | 3  |
| 图 3： 为科创企业提供全链条上市融资支持 .....              | 4  |
| 图 4： 中国居民金融资产配置长期以实物资产为主 .....           | 4  |
| 图 5： 房地产投资与自然人持股市值走势呈负相关趋势 .....         | 4  |
| 图 6： 2013 年以来五年规划中资本市场发展与改革的重点 .....     | 5  |
| 图 7： 我国多层次资本市场发展情况（截至 2025.09.30） .....  | 6  |
| 图 8： 我国新三板挂牌公司数量及增速情况 .....              | 6  |
| 图 9： “十二五”期间资产证券化快速发展 .....              | 6  |
| 图 10： “十二五”金融期货持仓额及占比 .....              | 6  |
| 图 11： “十二五”期间直接融资占比 .....                | 7  |
| 图 12： “十二五”期间 A 股上市公司家数及市值 .....         | 7  |
| 图 13： 科创板历年 IPO 数量和上市公司家数 .....          | 8  |
| 图 14： 2020 年新三板挂牌公司数量（家） .....           | 8  |
| 图 15： “十三五”期间我国资本市场双向开放取得显著成效 .....      | 8  |
| 图 16： “十四五”期间 IPO 融资额前十行业（亿元） .....      | 9  |
| 图 17： 我国 A 股各类行业市值占比 .....               | 9  |
| 图 18： “十四五”期间我国 A 股市值变化 .....            | 10 |
| 图 19： “十四五”期间我国沪深两市股基成交额 .....           | 10 |
| 图 20： “十四五”期间外资持有 A 股市值变化（亿元） .....      | 10 |
| 图 21： “十四五”期间我国 A 股上市公司分红情况 .....        | 10 |
| 图 22： “十四五”期间证券行业规模变化 .....              | 11 |
| 图 23： “十四五”期间证券行业经营情况 .....              | 11 |
| 图 24： “十四五”期间公募基金发展情况 .....              | 11 |
| 图 25： 居民住宅投资回报与融资成本差值 .....              | 12 |
| 图 26： 资本市场是连接实体经济与居民财富的核心枢纽 .....        | 13 |
| 图 27： 城镇居民家庭金融资产分布 .....                 | 13 |
| 图 28： “十五五”资本市场改革新体系 .....               | 14 |
| 图 29： IPO 趋严背景下，科创板保持稳健增长 .....          | 15 |
| 图 30： 科创债发行规模及占比有所提高 .....               | 15 |
| 图 31： “并购六条”实施后并购市场活跃度提升但仍有加力空间 .....    | 15 |
| 图 32： 政府引导基金笔数与金额情况 .....                | 16 |
| 图 33： 险资入市积极性提高 .....                    | 16 |

|   |    |
|---|----|
| 图 34: A 股退市数量及退市率情况.....                    | 17 |
| 图 35: 美股退市数量及退市率情况.....                     | 17 |
| 图 36: 2023 年外商直接投资监管限制指数 .....              | 17 |
| 图 37: 中国外商直接投资监管限制指数分项 .....                | 17 |
| 图 38: 科创板与纳斯达克中国企业 IPO 首日收益率分布比较.....       | 18 |
| 图 39: 内地赴港上市企业数量在港股新增 IPO 数量占比已高达 9 成 ..... | 18 |
| 图 40: 近年来上市券商主要业务营收变化（亿元） .....             | 19 |
| 图 41: 2025Q1 上市券商主营业务结构 .....               | 19 |
| 图 42: 公募基金降费取得显著成效.....                     | 20 |
| 图 43: 2024 年 A 股上市公司分红总额仅次于美国 .....         | 21 |
| 图 44: 日本房地产泡沫后“投资于人”公司数量占比开始上升 .....        | 22 |
| 图 45: A 股“投资于人”公司占比较稳定 .....                | 22 |
| <br>  |    |
| 表 1: “投资于人”重点行业分类 .....                     | 21 |

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊：中国银河证券首席经济学家、研究院院长、新发展研究院院长。吴京：中国银河证券新发展研究院院长助理、资本市场研究员、博士后科研工作站执行负责人。张琦：中国银河证券非银行金融行业分析师。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

| 评级标准   | 评级       | 说明                 |
|--|----------|--------------------|
| 评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。 | 行业评级 推荐： | 相对基准指数涨幅 10%以上     |
|  | 中性：      | 相对基准指数涨幅在-5%~10%之间 |
|  | 回避：      | 相对基准指数跌幅 5%以上      |
| 公司评级 推荐：   | 推荐：      | 相对基准指数涨幅 20%以上     |
|  | 谨慎推荐：    | 相对基准指数涨幅在 5%~20%之间 |
|  | 中性：      | 相对基准指数涨幅在-5%~5%之间  |
|  | 回避：      | 相对基准指数跌幅 5%以上      |

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

机构请致电：

深广地区：程 曦 0755-83471683 [chengxi\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:chengxi_yj@chinastock.com.cn)

苏一耘 0755-83479312 [suyiyun\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:suyiyun_yj@chinastock.com.cn)

上海地区：陆韵如 021-60387901 [luyunru\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru_yj@chinastock.com.cn)

李洋洋 021-20252671 [liyangyang\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:liyangyang_yj@chinastock.com.cn)

北京地区：田 薇 010-80927721 [tianwei@chinastock.com.cn](mailto:tianwei@chinastock.com.cn)

褚 颖 010-80927755 [chuying\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:chuying_yj@chinastock.com.cn)