



金融图强：中国资本市场改革的成效与展望

章俊 吴京 郝安琪

摘要 “十五五”时期，资本市场承担支持科技创新、促进居民财富配置、提升金融国际竞争力的多重功能。近年来的改革奠定阶段性基础：发行上市和债券融资制度对科技企业更具包容性，中长期资金入市与退市、分红安排改善市场生态，跨境投融资渠道逐步拓宽，违法惩戒力度明显上升。然而，制度供给转化为市场功能仍面临约束：非国有企业科创债融资参与度不高，稳市安排的长效机制尚需完善，境外投资者持有占比偏低，证券机构国际业务能力不足。下一阶段，需要进一步提高投融资制度的适配性，推动证券行业功能性、差异化发展，深化制度型开放，以更有效的监管保障市场稳健运行。

关键词 金融强国 资本市场 投融资改革 制度型开放

一、引言

近年来，资本市场改革在金融政策议程中的重要性持续增强。2018年中央经济工作会议提出资本市场在金融运行中“牵一发而动全身”；2023年中央金融工作会议确立加快建设金融强国的目标，将优化融资结构、更好发挥资本市场枢纽功能列为重要任务；2024年，二十届三中全会《决定》进一步要求健全投资和融资相协调的资本市场功能，改革重心由融资端扩展至投融资两端的统筹安排。同年9月下旬起，围绕稳定资本市场的一揽子增量政策集中出台，维护市场稳定成为宏观政策的重要内容。2026年3月，《“十五五”规划纲要》正式发布，延续上述目标取向，对未来五年资本市场的改革重点和发展方向作出部署，资本市场改革由此被纳入国家中长期发展的整体安排。

“十五五”时期，国内外经济金融环

境的变化对资本市场提出更高要求。中国经济增长的动力结构和发展模式发生深刻转变，高度依赖房地产红利的“土地财政”模式难以为继，新质生产力正成为经济高质量发展的强劲推动力和支撑力。发展新质生产力的核心是重视科技创新，而科技创新具有高风险、长周期和轻资产的特征，与之更为匹配的融资模式是直接融资，迫切需要资本市场发挥更重要的功能。

提振资本市场有助于推动居民财富再平衡，改善居民资产负债表过度依赖房地产的现状，拓宽居民配置金融资产的渠道。资本市场是连接实体经济和居民财富的重要枢纽，其基本制度改革有助于推动实体经济与居民财富的良性互动。

中国资本市场规模虽已位居世界第二，但其国际影响力和话语权仍有待提升。高水平开放是资本市场高质量发展的必由之路（吴清，2025）。已有研究表明，以

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、博士后科研工作站执行负责人；郝安琪，中国银河证券博士后研究员。



沪深港通为代表的市场开放机制能够吸引关注基本面信息的境外投资者，促进非财务信息融入股票定价并影响投资行为（连立帅等，2019）；资本市场双向开放亦有助于提升股票定价效率（彭红枫和万洋，2022）。在建设金融强国的战略目标下，资本市场需要进一步增强全球竞争力，从而助力提升中国金融的国际话语权。基于上述背景，本文重点回答三个问题：近年来，资本市场改革取得哪些阶段性成效；既有制度供给在哪些环节尚未充分转化为市场功能；“十四五”时期应重点推进哪些方向。

二、资本市场改革的阶段性成效

（一）基本制度体系日益完善

1. 制度的包容性、适应性提升，助力新质生产力发展

资本市场基本制度改革围绕增强对科技企业的适配性展开，引导资金流向科技创新领域。2024年4月，国务院印发《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》（简称新“国九条”），明确提出“提升对新产业新业态新技术的包容性，更好服务科技创新”。随后，证监会及沪深北证券交易所对相关配套规则进行系统修订，逐步形成资本市场“1+N”政策体系。

政策推动下，“十四五”时期，中国直接融资比重提高到32.0%，交易所股债融资达64万亿元^①。同时，资本市场在支持新质生产力发展方面取得阶段性成效。

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，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。上述改革进一步拓宽未盈利科技企业的上市渠道，发行上市制度的包容性有所增强。资金投向呈现鲜明的“硬科技”特征，资本市场股权融资正深度服务科技创新和产业升级。“十四五”时期，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13.0%、11.4%和8.5%^②。IPO企业中，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。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。

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。2025年5月，人民银行、证监会联合发布公告，推动债市“科技板”落地实施。2026年1月，证监会系统工作会议提出“推动债券市场提质量、调结构、扩总量”，进一步优化市场结构，为更多科技企业提供融资支持。交易商协会2026年3月发布《关于进一步优化科技创新债券机制的通知》，鼓励主承销商积极服务人工智能、集成电路等关键领域的企业，促进资本市场与科技产业更紧密结合。债券市场制度改革实施以来，科创债发行明显放量，自2025年5月7日

① 中国证券监督管理委员会.吴清主席在十四届全国人大四次会议经济主题记者会上答记者问[EB/OL].(2026-07-23).<https://www.csrc.gov.cn/csrc/c106311/c7618555/content.shtml>.

② 统计口径为“Wind-股票-一级市场-股权融资规模（分行业）-Wind二级行业”。



债券科创板相关政策落地至2026年7月，全市场的科创债发行额已突破2.9万亿元；非国有企业科创债存量余额占全市场科创债余额的比例由2025年5月7日之前的约6%提升至政策落地后的约9%，反映出非国有企业在科创债市场中的参与程度有所上升^①。

三是深化并购重组，推动产业链整合与链上企业高质量发展。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。“并购六条”发布以来，重大资产重组活动触底回升，科技领域并购数量排名靠前。按照首次披露日计算，2024年、2025年重大资产重组交易金额分别为2023年的4.5倍和3.8倍；2024年至2026年7月，计算机、通信和其他电子设备制造业、汽车制造业、软件和信息技术服务业的重大重组事件数量占比分别为13.4%、7.5%和7.5%，位居前三^②。

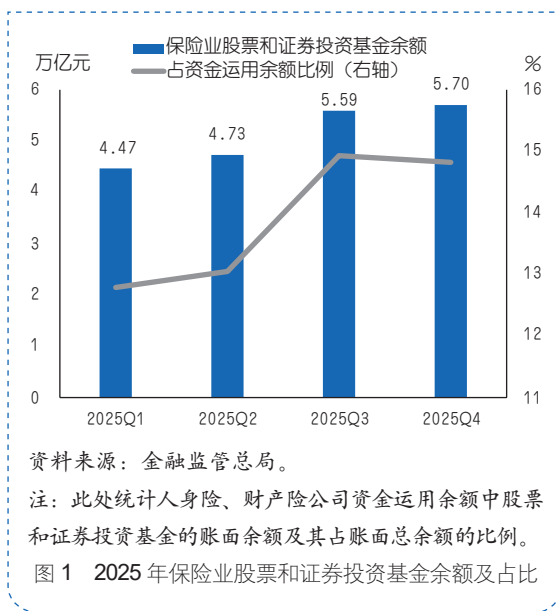
四是强化政府投资基金在创业投资中的社会资本撬动作用和引导作用。2025年1月，国务院办公厅印发《关于促进政府投资基金高质量发展的指导意见》，明确提出“政府投资基金要聚焦重大战略、重点领域和市场不能充分发挥作用的薄弱环节，吸引带动更多社会资本”。2026年1月，《政府投资基金布局规划和投向指导的

《暂行办法（试行）》等配套文件明确基金投向的五大方向，强调政府引导基金要在“投早、投小、投长期、投硬科技”方面发挥示范带头作用。政府投资基金成为支持初创科技企业的重要股权融资渠道。从中国LP结构可以看出，在企业投资者因财务压力逐步收缩战投部门的背景下，政府资金对创业投资的支撑作用增强。执中数据显示，按认缴规模统计，2020—2024年，政府资金在LP出资中的年均占比已超过50.0%^③。2025年12月，中央出资设立国家创业投资引导基金，通过“引导基金-区域基金-子基金”三层架构，逐级吸引社会资本参与。短期看，此举有助于提振创投市场信心。长期看，有助于培育一级市场耐心资本，以长期稳定的政府出资支持科技企业发展。

2. 增强内在稳定性，助力居民财富保值增值

一是中国特色稳市机制加快完善，对稳定市场预期发挥积极作用。①跨周期、逆周期调节的手段和机制不断丰富。2024年9月24日以来，人民银行创设股票回购增持再贷款和证券、基金、保险公司互换便利两项货币工具。2025年4月，中央汇金公司增持股票交易型开放式指数基金（ETF）并明确发挥类“平准基金”作用后，投资者信心逐步修复，市场企稳回升。

-
- ① 非国有企业指的是除地方国有企业和中央国有企业外的其他企业，包括民营企业、外资企业、集体企业等。该数据涵盖了银行间、交易所、柜台等全市场范围，统计口径为科创债的发行额。其中，非国有企业科创债占比指标的分子为非国有企业科创债的存量余额，分母为全部科创债的存量余额。
- ② 统计口径以重大资产重组的“首次披露日”为基准，并按重组事件去重。从Wind中提取2023年、2024年、2025年的重大资产重组项目交易总价值，计算交易金额倍数；并根据行业提取2024年至2026年7月，各行业重大重组事件项目数量除以同期重大重组事件项目总数得出占比。
- ③ 执中，招商银行，财联社.中国私募股权市场出资人解读报告2025[R].2025-04。政府资金指的是政府引导基金、地方国资，以及国资背景母基金。



②中长期资金加快入市，培育市场长期平稳运行的资金基础。2024年《关于推动中长期资金入市的指导意见》印发后，配套文件密集落地，明确中长期资金入市的量化“硬指标”，优化长周期考核机制、放宽权益投资比例限制。2025年1月，《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》明确要求公募基金持有A股流通市值未来三年每年至少增长10%，且从2025年开始，力争大型国有保险公司每年新增保费的30%用于投资A股。2025年两类资金的

配置规模明显增长。截至2025年底，公募基金持有各类股票市值为9.03万亿元，同比增长33.38%；保险业中财产险、人身险公司关于股票和证券投资基金余额合计达5.7万亿元，全年净增超1万亿元(图1)。^①

二是监管部门持续净化市场生态，提高资本市场吸引力。①健全常态化退市机制，加速市场优胜劣汰，提高市场资产可投性。2020年中央深改委审议通过《健全上市公司退市机制实施方案》，2024年证监会发布《关于严格执行退市制度的意见》，畅通多元化退市渠道。2022—2025年，A股四年累计退市企业达183家，平均每年退市46家，年均退市数量远超2012年至2021年的均值9家。与美股相比，A股退市数量和退市率仍明显较低。2022—2025年美股年均退市582家，且退市率长期稳定在6%~10%之间，而A股年退市率最高时仅达1%^②。②引导上市公司建立常态化分红与回购机制，提高投资者持股回报和信心。A股三年累计分红总额大于等于三年平均净利润的30%（含回购）的公司家数占比从2020年的60.6%升至2025年的85.3%^③，上市公司现金分红与回购总体趋于积极。也应看到，退市制度进入常态化实施阶段的时间尚短，分红与回购的

① 证券日报:公募基金2025年配置A股资产力度显著加大[EB/OL].(2026-04-02).<https://stcn.com/article/detail/3722285.html>.

② 美股退市样本取自“Wind-已摘牌美股”板块，筛选摘牌日期为2022—2025年的公司；A股退市样本取自“内地股票专题统计-退市资料”板块，筛选退市日期为2022—2025年的公司。上市公司数量取Wind“全部美股”和“全部A股”板块对应年末成分股数量。退市率计算公式为：当年退市公司数量/年末上市公司数量。美股摘牌中包含并购、私有化和主动退市等情形，与A股以强制退市为主的口径不完全可比，上述差距不宜直接理解为退市制度效力的差异。

③ 本文“分红是否达到30%（含回购股份）”指标的具体口径为：最近三个会计年度累计现金分红金额（含符合条件的股份回购金额），是否达到最近三个会计年度年均净利润的30%。其中，以现金为对价，通过要约方式或集中竞价方式实施的股份回购，其当年已实施金额视同现金分红，计入该年度现金分红金额；其他类型或尚未实施的回购不计入。具体查询路径为“iFinD—股票—股票数据浏览器—分红是否低于30%（含回购股份）”。



持续性有待更长周期检验, 市场优胜劣汰机制仍需进一步巩固。

(二) 机构功能性建设持续增强

强大的金融机构是实现金融强国、推进中国式现代化的关键要素。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)》, 提出到2035年形成2~3家具备国际竞争力与市场引领力的投资银行和投资机构, 同时支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式做优做强。在政策指引下, 证券行业的功能发挥受到更多重视, 通过差异化发展形成优势互补的行业格局。证券行业实现总量突破、功能优化、国际业务拓展。

行业规模方面,截至2025年末, 中国证券公司总资产达14.83万亿元, 净资产达3.34万亿元, 同比分别增长14.66%、6.53%; 2025年行业实现营业收入5411.71亿元、净利润2194.39亿元, 同比分别增长19.95%、31.20%。从收入结构看, 2025年证券行业业绩增长与二级市场交投活跃密切相关。2025年A股累计成交额为420.21万亿元, 日均成交额约1.73万亿元, 均创年度历史新高。全行业经纪业务净收入为1822.84亿元, 同比增长42.50%, 占营业收入的33.68%; 自营业务收入为1853.24亿元, 占营业收入的34.24%, 连续三年居行业第一大收入来源; 投行业务和

资管业务收入占比分别为7.38%和4.41%。同期, 行业平均净资产收益率为6.79%, 同比提高1.29个百分点; 150家证券公司中128家实现盈利, 盈利面为85.3%^①。这一结构意味着, 2025年的规模与利润扩张相当程度上来自自营、经纪等顺周期业务, 收入对市场行情的敏感度较高, 投行、资管等功能型业务的支撑作用仍然有限, 行业盈利的稳定性有待业务结构多元化来巩固。

功能性建设方面,证券公司聚焦科技创新主线, 在“专精特新”企业和战略性新兴产业企业的上市辅导、融资方案设计等环节提供全流程支持。股权融资维度, “十四五”时期, 证券公司共支持A股“专精特新”企业和战略性新兴产业企业实现首发募资约6500亿元、1.2万亿元, 占全部首发募资总额的40.9%和77.0%, 较“十三五”时期大幅增长^②。2025年, 服务78家企业登陆科创板、创业板、北交所, 实现融资708.98亿元(郑彬红, 2025)^③。债券融资维度, 证券公司承销科创债规模持续扩容, 助力科创债在公司债中的占比不断提升。“十四五”期间, 证券公司承销的科技创新公司债数量和规模由2021年的32只、344.0亿元, 增长至2025年的998只、10219.4亿元^④。

境外业务方面,中国证劵行业境外业务及国际化布局持续深化。截至2025年6月末, 境内证劵公司在境外设立的子公

① 刘艺文.去年超八成证券公司盈利: 自营业务连续三年占行业收入大头[N/OL].证券时报,2026-04-08(A006).
<https://www.stcn.com/article/detail/3730732.html>.

② 张娟娟.透过数据看“十四五”答卷: 资本市场投融资新生态加速形成[N/OL].证券时报,2025-06-11.
<https://www.stcn.com/article/detail/1960662.html>.

③ 赵中昊.解码2025年证券业经营情况: 服务实体经济成色足 自营投资构筑增长主引擎[N/OL].中国证券报,2026-04-08.
https://www.cs.com.cn/qs/2026/04/08/detail_2026040810002185.html.

④ 数据来源: <https://app.xinhuanet.com/news/article.html?articleId=96ae1450e0c2a16f62b8c8ab6cde6603>.



司数量达到 36 家，其中 35 家将中国香港作为主要经营地，上述境外子公司总资产规模达到 1.6 万亿港元，同比增长 20.5%。境外业务的港股 IPO 项目基础同步改善。按港交所年度最终口径，2025 年香港市场共有 119 宗新上市项目，IPO 募资总额为 2 869 亿港元，同比增长 226%，重回全球新股融资市场首位^①。按 Wind 承销金额统计，港股前十大股权承销商中，中资券商占六席，合计市场份额为 56.15%。从业务来源看，本轮增长主要承接境内企业跨境融资需求，“A+H”两地上市项目贡献全年近半募资额^②；部分机构还开始依托香港新型牌照拓展业务边界，2025 年 6 月国泰君安国际成为首家获准提供虚拟资产交易服务的中资券商，此后多家机构跟进。总体上，现阶段境外业务增长仍以服务中资客户“出海”为主，本地化、全球化的客户基础尚待培育，业务表现对港股市场景气度的依赖也较高。

然而，中国证券公司海外收入占比普遍处于较低水平。根据证券业协会发布的《证券公司国际化发展实践报告及典型案例汇编（2025）》，部分国际化程度较高的证券公司国际业务收入占比达 25% 左右。而高盛、野村控股等国际一流投行同类指标长期稳定在 35%~40% 区间。相较之下，中外投行国际业务能力仍有差距（张信军，

2024）。总体来看，证券行业规模增长较快，但国际业务的深度和广度仍然有限，功能发挥和全球竞争力与建设一流投资银行的目标尚不匹配。

（三）制度型开放稳步推进

中国资本市场开放呈现出鲜明规律，即先在“边境线”上放开市场准入，再进行“边境后”制度层面的开放。2020 年后，证券、基金、期货等关键领域的外资持股比例限制被全面取消，QFII 与 RQFII 制度实现并轨。2025 年后，放宽 QFII 参与境内商品期货、商品期权的限制，允许 QFII 参与目的限于套期保值的场内 ETF 期权交易等，丰富资产配置和风险管理工具。在准入放开的基础上，资本市场开放的渠道和机制逐步落地。

一是资本市场互联互通纵深推进。在引进外资方面，共有 990 家境外机构获得 QFII 资格^③，2026 年一季度末 QFII 持股市值合计为 1 946.65 亿元^④。境外资金通过沪股通、深股通净流入规模总体呈持续增长态势，境外机构和个人持有境内人民币股票和债券的规模分别达 3.7 万亿元和 3.2 万亿元^⑤。在对外投资方面，2026 年一季度末中国境内 712 只 QDII 基金合计管理规模达 1.16 万亿元^⑥。

二是跨境融资渠道持续拓宽。股票跨境发行方面，境外股票市场已成为中资企

① Hong Kong Exchanges and Clearing Limited.2025 annual results analyst presentation[R].2026-02-26.

② KPMG China.Chinese Mainland and Hong Kong IPO markets 2025 review and 2026 outlook[R].2025-12-10.

③ 中国证监会.合格境外投资者名录（2026年6月）[EB/OL].(2026-07-06).<https://www.csrc.gov.cn/csrc/c101900/c1029652/content.shtml>.

④ QFII一季度重仓银行、电子板块[EB/OL].(2026-05-03).<https://www.cls.cn/detail/2362220>.

⑤ 数据来源：iFinD-宏观-新版EDB-中国宏观-境外机构和个人持有境内人民币资产。

⑥ 数据来源：iFinD-基金-数据浏览器-中国公募基金-证监会基金分类-QDII。



业融资的重要渠道。截至 2025 年末，中概股总市值已相当于 A 股总市值的 60.56%^①。债券跨境发行方面，熊猫债、点心债规模明显增加。2022 年后熊猫债发行规模呈明显上升趋势。2025 年，熊猫债累计发行 1 830.6 亿元，较 2020 年增加 261.0%^②。受益于人民币利率环境优化、离岸债券市场基础设施完善等，点心债发行规模也明显增长，截至 2026 年二季度末，点心债存量总额达 2.40 万亿元，同比增长 40.27%^③。

三是国际认可度明显提升。自 2019 年以来，中国债券市场对外开放取得突破性进展，中国国债和政策性金融债相继被纳入全球三大主流债券指数——彭博巴克莱全球综合指数、摩根大通全球新兴市场政府债券指数以及富时世界国债指数。富时世界国债指数对中国国债的分阶段纳入已于 2024 年 10 月完成，2024 年 11 月中国国债权重达 10.17%，首超日本，成为该指数第二大市场^④。围绕境外投资者的持债便利，配套制度持续拓展：2023 年 5 月，“互换通”上线，为境外投资者提供人民币利率风险对冲工具；2025 年 8 月，离岸人民币债券回购业务优化安排落地，允许抵押券在回购期间再使用，并支持港元、美元、欧元结算。上述安排推动人民币债券市场由投资准入向利率风险对冲、抵押融资和

抵押品管理等环节延伸，市场开放的配套内容也逐步拓展至交易规则和金融基础设施层面。

四是跨境监管合作机制初步形成。中国不断提升跨境监管与执法合作水平，强化风险防控。目前，证监会已与 67 个国家和地区的证券期货监管机构签署双边合作备忘录。在多边层面，证监会于 2007 年签署国际证监会组织（IOSCO）《磋商、合作及信息交换多边谅解备忘录》，进入全球证券监管信息交换的统一框架。重点领域的监管合作也在走向规则化：2022 年 8 月，中美监管机构签署审计监管合作协议，协议签署后，美国上市公司会计监督委员会（PCAOB）在中方监管部门参与和协助下，对中国内地和香港会计师事务所开展检查和调查，中概股审计监管问题得到阶段性缓解；2023 年 3 月，《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》实施，境外上市由逐案审批转为统一备案管理，2025 年全年共有 152 家境内企业获得备案通知书，其中 131 家拟赴香港上市^⑤。监管合作的机制化与管理规则的透明化，使跨境投融资活动在可预期的框架内运行，构成制度型开放的监管基础。

同时，中国资本市场对外开放程度仍有提升空间。当前，中国股票市场、债

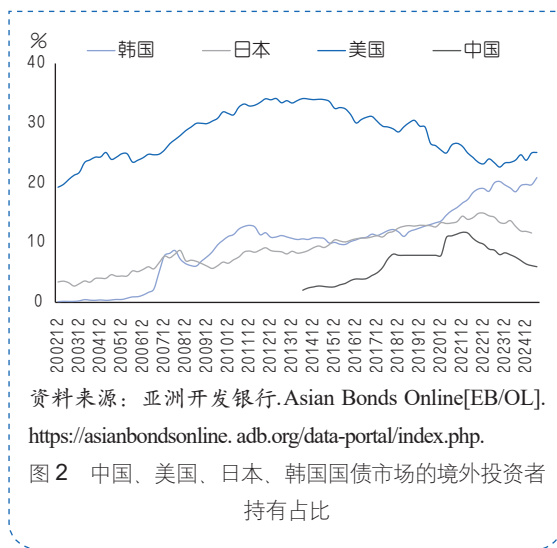
① 中概股的统计范围是“在海外注册和上市，但最大控股权通常为30%以上或实际控制人直接或间接隶属于中国内地的民营企业或个人的公司”，市值为总市值，统计日期为2025年12月31日，“iFinD-股票-中概股专题-全部市场-股票总市值（亿元）”。

② 资料来源：iFinD-债券-债券专题统计-熊猫债。

③ AI浪潮重塑供给结构 科技巨头成点心债发行端关键增量[EB/OL].新华财经,2026-07-16.https://www.cnfin.com/yw-lb/detail/20260716/4441263_1.html.

④ Umino R.China is now the second-largest FTSE WGBI market[EB/OL].(2024-12-05).<https://www.lseg.com/en/insights/ftse-russell/china-is-now-the-second-largest-ftse-wgbi-market>.

⑤ 王熙康,张钊,王宇,等.2025年终总结: 境内企业赴境外上市年度小结[EB/OL].(2026-01-05). <https://www.hankunlaw.com/portal/article/index/cid/8/id/16136.html>.



券市场的境外投资者持有占比均明显低于发达市场和部分新兴市场。股票市场方面，中国境外投资者持股占比为3.8%^①，低于韩国的30.8%^②和美国的18.0%^③。债券市场方面，截至2025年6月，中国国债市场境外投资者持有占比为6.0%，低于美国的25.1%、韩国的20.9%和日本的11.6%(图2)。

(四) 监管“长牙带刺”、有棱有角

坚持依法从严，始终是资本市场改革发展的鲜明主线。新“国九条”明确提出，“必须全面加强监管、有效防范化解风险，稳为基调、严字当头，确保监管‘长牙带刺’、有棱有角”。

一是注重规范程序化交易。自2024年

5月《证券市场程序化交易管理规定(试行)》出台后，相关配套政策陆续落地。2025年4月，《程序化交易管理实施细则》发布，进一步细化证券市场程序化交易的备案流程、异常交易认定标准、风控要求及处置措施，推动差异化监管举措落地。2025年7月，《沪(深)股通投资者程序化交易报告指引》发布，进一步明确北向投资者程序化交易管理规则，推动实现内外资一致监管。

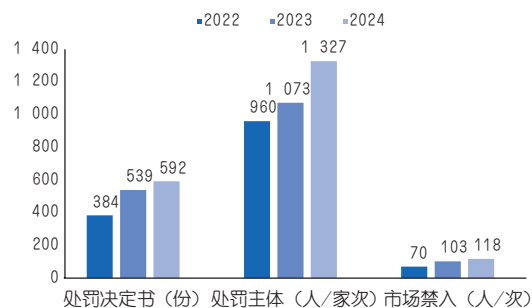
二是持续加大对资本市场违法犯罪行为的打击力度，尤其是对财务造假的惩治明显趋严。2024年7月，国务院办公厅转发证监会等部门《关于进一步做好资本市场财务造假综合惩防工作的意见》，明确加大全方位立体化追责力度，常态化、长效化防治财务造假。数据显示，2024年至2025年11月，全国检察机关共起诉财务造假犯罪191人，其中2025年1月至11月起诉102人，同比增长21%。从证监会案件办理情况看，执法力度和震慑效应明显增强。2022—2024年，处罚决定书数量由384份增至592份，处罚主体由960人/家次增至1327人/家次，市场禁入由70人次增至118人次(图3)。

三是持续加强中小投资者保护。投服中心行权机制逐步完善、投资者保护制度持续健全，中小股东“用手投票”的意愿

① 数据截至2026年5月末。数据来源：分子境外投资者持有A股流动市值来源于<https://www.csrc.gov.cn/shanxi/c106408/c7636144/content.shtml>；分母A股流动市值来源于iFinD-宏观经济数据库-中国经济-股票市场主要统计指标-流动市值(期末值)。

② 数据截至2025年12月。数据来源：韩联社.Net foreign stock buying returns in December with KRW 1.5T[EB/OL].(2026-01-09).<https://www.korea.net/NewsFocus/Business/view?articleId=285470&>.

③ 数据截至2025年6月。数据来源：阿波罗全球管理公司.Record-high foreign ownership of the US equity market[EB/OL].(2025-06-18).<https://www.apolloacademy.com/record-high-foreign-ownership-of-the-us-equity-market>.



资料来源: 证监会. 依法从严执法 护航资本市场高质量发展——2024 年中国证监会执法情况综述 [EB]. 2025-05-15.

图 3 2022—2024 年证监会行政处罚情况

和能力明显增强, 参与上市公司治理程度不断加深, 形成投资者保护与公司治理优化的良性互动 (李雪婧和肖淑芳, 2026)。治理端之外, 赔偿救济端的制度供给同步落地。依托《证券法》修订后确立的特别代表人诉讼制度, 康美药业案 5.2 万名投资者获赔 24.59 亿元, 泽达易盛案 7 195 名投资者通过调解获赔约 2.85 亿元, “默示加入、明示退出”的集体诉讼安排明显降低中小投资者的维权成本。常态化救济渠道同步拓宽, 截至 2024 年末, 投服中心累计成功调解证券期货纠纷 2 万余件, 投资者获赔 41.45 亿元^①; 投保机构还针对控股股东资金占用提起股东代位诉讼, 2024 年 10 月 *ST 摩登案二审胜诉, 成为全国首单此类案件, 推动占款返还约 2.4 亿元^②。行权、调解、诉讼相互衔接, 投资者保护正由分散维权转向机制化救济, 违法行为的

民事赔偿责任更加可预期。

同时, 监管制度仍有需要完善的环节: 程序化交易监管规则出台时间不长, 实施效果有待观察; 财务造假的民事赔偿和中介机构追责机制尚需健全; 跨境执法协作在制度衔接上仍存障碍。

三、“十五五”时期资本市场改革重点

(一) 持续深化资本市场投融资改革

一是进一步增强资本市场制度包容性、适应性, 营造培育新质生产力的良好生态。发行上市制度需继续完善, 促进市场资源向新产业、新业态、新技术领域集聚。例如, 针对不同行业不同发展阶段的企业提供针对性的 IPO 标准。

未盈利企业的信息披露机制也应健全, 以强化市场约束与投资者保护。这类企业普遍存在发行估值偏低、流动性相对不足等问题, 且上市后三年内可能成为并购整合对象 (孙即等, 2025)。有必要加强其在首次公开发行阶段及上市后的研发投入、技术进展、商业化路径和经营状况等方面的信息披露, 提升信息透明度, 缓解市场信息不对称。

并购重组的支持力度可进一步加大, 支持优质企业通过并购整合做优做强。可通过设立并购基金等形式, 支持行业龙头通过并购获取关键技术、补齐产业链短板, 推动资源向新质生产力领域集中。同时, 严防并购项目内幕交易, 确保并购重组真正成为上市公司做优做强、实现高质量发

① 何昕怡. 投服中心投服为民十年路[N/OL]. 上海证券报, 2025-01-08. <https://www.cnstock.com/commonDetail/342250>.

② 针对上市公司资金占用行为: 中证投服中心股东代位诉讼显成效[EB/OL]. 中国投资者网. (2025-07-14). https://www.investor.org.cn/zczx/gzjl/202507/t20250714_810367.shtml.



展的加速器。

用好再融资储架发行制度，以提高企业融资效率。该制度有助于科技企业根据自身研发进度和市场窗口期灵活安排融资，既可降低交易成本，也能避免因等待批文而导致的资金断档风险。

二是推动债市“科技板”常态化、制度化建设，支持优质科技企业发债融资。科创债规模扩容的同时，非国有企业发债占比仍然不高、增信支持不足的问题依然存在。缓解上述问题，不能单纯依靠发行规模扩容。期限结构上，支持企业和金融机构发行长期限科创债，缓解期限错配；增信安排上，引入政策性担保与信用缓释工具，通过专项风险补偿基金、信用风险缓释凭证等分担违约风险，为评级较低的非国有科技企业创造更多发债机会；投资端，同步培育科创债投资者群体，提高市场对长期限、较低评级品种的承接能力。

三是完善中国特色稳市机制建设，增强资本市场内在稳定性。现有稳市安排多为近两年新设，其长效化、制度化水平仍有待提升。稳市工具方面，推动股票回购增持再贷款、互换便利等安排由应急举措转为常态化、制度化机制，明确使用条件和操作规则，充实逆周期调节的政策工具箱。市场基础方面，围绕信息披露透明度、退市常态化和分红回购机制发力，提高上市公司质量和投资者回报，构建“能进能出、优胜劣汰”的良性生态。资金结构方面，引导社会保障基金、养老金、保险资金等中长期资金加快入市，落实长周期考核，减少短期业绩波动对投资决策的干扰。

四是发挥国家创业投资引导基金等政府投资基金带动创业投资、畅通“投融管退”资本循环的作用。当前创业投资市场

仍处于恢复阶段，社会资本参与创业投资的意愿有待提升。政府引导基金的容错机制改革需要深化，对早期科创项目设置分级亏损容忍区间。比如，深圳市对早期项目设定 50% 容错率，吸引红杉中国等设立 28 只天使子基金；2024 年，天使母基金投资项目存活率超 70%（郝庆多和王云莉，2025）。全生命周期差异化考核机制也需推行：对产业类基金，可重点考核产业链完善度与补链强链成效；对创投类基金，重点关注“投早、投小”比例及科创成果转化率，鼓励中长期投资导向。已有研究显示，耐心程度较高的政府引导基金对企业韧性的提升作用更为明显（鲁斯玮和高波，2025）。

市场化改革与基金治理结构的完善同样不可缺少，可借鉴以色列 YOZMA 基金经验，清晰界定政府与基金管理机构的职责边界。政府作为“规则制定者”，负责设定政策目标、投资指引和绩效考核标准，减少对具体投资决策的行政干预；基金管理人作为“专业运营者”，依托市场判断和专业能力实施投资运作，让市场机制在资源配置中发挥主导作用。

（二）证券行业更加注重功能性发挥、错位发展

一是聚焦主责主业，行业功能发挥要迈上新台阶。与行业规模的较快增长相比，证券行业的功能发挥仍有提升空间。2025 年 12 月，吴清主席在中国证券业协会第八次会员大会上，对“十五五”期间证券行业如何加快打造一流投行和投资机构做出系统性阐述，包括“行业功能发挥要迈上新台阶”“专业服务能力要展现新提升”等维度。服务科技企业方面，证券公司需及时响应企业金融需求的变化，积极参与科



科创板、创业板等改革，提升产品与服务的适配性，支持企业全生命周期融资；同时扛起资本市场“看门人”责任，把履职重点从“把好 IPO 入口关”延伸到上市前后的持续督导与综合金融服务，发挥价值发现和资源配置功能，引导资金流向创新领域。财富管理方面，证券公司应强化与投资者的利益绑定，健全以投资者回报为核心的评价体系，推动经纪、投顾业务向综合财富管理转型。

二是从“同质竞争”向“错位发展”转型。目前证券行业差异化发展格局尚在形成之中，部分业务领域同质化竞争仍较明显。头部券商可通过并购重组做优做强，完善各条业务线、增强综合服务能力，在服务实体经济和维护市场稳定中发挥骨干作用；中小机构则宜深耕区域化、特色化业务形成竞争优势，把重心放在自身风险的防范与化解上，保持对市场的敏感度和灵活性，在差异化发展中及时调整经营策略。

三是稳步推进国际化经营，提升跨境服务能力。证券公司的海外业务收入贡献仍然有限，国际化经营能力有待增强。可支持具备条件的证券公司打造覆盖多市场、多品种的全球交易平台，实现股票、债券、衍生品等跨境产品的一体化交易、清算与托管。跨境服务流程需持续优化，提升境内外客户的投融资效率。监管上，可依据国际业务规模、合规评级、风控能力等对证券公司实施分类评估，对优质机构在海外子公司增资、业务牌照申请等方面给予政策支持。

（三）稳步推进高水平制度型开放

一是坚持“引进来”和“走出去”并重，拓展开放的广度与深度。境外投资者

在中国股票和债券市场的持有占比仍然偏低。“引进来”方面，需持续完善 QFII 准入、交易和运作机制以提升便利性，简化审批流程和材料要求，提高主权财富基金等长期机构投资者的准入和运作便利度；有序拓展互联互通标的、扩大外资投资范围，为境外投资者提供更多风险对冲和资产配置工具；健全上市公司与国际投资者的常态化沟通机制，增强境外投资者对中国市场的认知和信心。

“走出去”方面，可适度扩大 QDII 规模，支持境内资金配置国际资产、与海外企业共建产业链和价值链，提升经济韧性与全球协同能力。支持中资金融机构“出海”，在新兴市场和发展中经济体布局分支机构网络，对接国际资本与资源，满足中资企业跨境融资和并购需求。对外投资的服务与监管体系需同步完善，提升境外上市备案效率，优化信息披露和风控机制，构建稳定、透明、可预期的制度环境。

二是发挥上海国际金融中心的作用与香港金融桥梁作用，增强中国资本市场定价能力与国际话语权，提升中国金融体系国际影响力。与市场规模相比，中国资本市场在国际定价和国际规则制定中的影响力仍显不足。可推动“上海金”“上海油”等“上海价格”在国际市场的应用，增强中国在大宗商品定价上的影响力；依托上海国际金融中心优势，在国际制度对接上率先试点，加强与 CPTPP、DEPA 等高标准经贸规则中金融服务相关条款的衔接，在产权保护、数字金融、绿色金融标准等领域推动制度协同与规则互认，形成可复制、可推广的开放经验。

中国香港方面，应巩固全球离岸人民币业务枢纽地位，打造人民币国际化和数



字金融创新的先行试验区。中国香港是中资企业股票、债券对接国际资本市场的重要枢纽，深化港交所与国际交易所的合作，有助于提升中国企业的全球可见度和影响力。

（四）加强金融监管，保障金融稳健运行

一是强化央地监管协同，消除监管真空。跨领域、跨区域金融活动持续增多，而央地监管职责边界尚不够清晰，容易形成监管空白和套利空间。对此，应完善中央与地方的信息共享和监管协同机制，厘清监管责任，压实地方政府在上市公司质量提升、债券违约处置及私募机构风险防范化解等方面的责任；依法将所有金融活动纳入监管，严厉打击非法金融活动。上述机制落实后，监管真空有望明显减少，资本市场监管效能和金融消费者保护水平将相应提升。

二是探索新型监管方式，提升监管科技应用水平。金融创新产品和新型业务持续涌现，高频量化交易、衍生品交易等活动的风险具有跨市场、跨境传导特征，传统监管手段难以完全覆盖。对此，应深化细化高频量化交易监管，出台衍生品交易监管办法，补齐制度短板；同时运用大数据、人工智能等技术建设风险监测和预警

平台，推动监管方式数字化、智能化。监管科技能力增强后，对新型业务风险的识别、预警和早期纠正将更加及时，有助于防范金融创新演化为系统性风险。

三是完善跨境监管机制，统筹开放与安全。跨境资本流动规模扩大后，风险的跨境监测、信息获取和执法协作更加依赖制度化安排。对此，应在依法授权的前提下完善跨境监管信息共享和监管信息交换机制，实现监管数据的共享与交叉验证；加强跨境资本流动监测，优先深化与香港市场的监管合作；建立健全跨境联合执法机制，明确执法权限、责任分配和案件调查协作流程。相关机制健全后，跨境风险传染的识别和处置效率将明显提高，为更高水平开放提供安全保障。

总体来看，“十五五”时期资本市场改革的成效，取决于投融资制度、机构功能、制度型开放与监管能力的协同程度：投融资制度的适配性决定资源配置效率，证券机构的功能发挥决定专业服务质量，制度型开放拓展市场的广度和深度，监管能力则为改革划定安全边界。四者相互支撑、同步推进，资本市场服务科技创新、承载居民财富、参与国际竞争的功能才能持续增强。[N]

学术编辑：卢超群

参考文献

- [1] 郝庆多,王云莉.政府引导基金释放效能的三大着力点[J].企业改革与发展,2025(10):55-58.
- [2] 李雪婧,肖淑芳.权益保护信息互动对中小股东用手投票的影响及机制研究[J].会计研究,2026(1):37-51.
- [3] 连立帅,朱松,陈关亭.资本市场开放、非财务信息定价与企业投资——基于沪深港通交易制度的经验证据[J].管理世界,2019,35(8):136-154.
- [4] 鲁斯玮,高波.政府引导基金与企业韧性[J].财经研究,2025,51(10):109-124.
- [5] 彭红枫,万洋.资本市场双向开放如何影响我国股票定价效率? [J].证券市场导报,2022(3):22-32.
- [6] 孙即,董英杰,戴雨汐.国际未盈利企业上市制度设计[J].中国金融,2025(20):77-78.



- [7] 吴清.奋力开创资本市场高质量发展新局面[J].求是,2025(3).
[8] 张信军.中国投行境外直接投资启示录[J].北大金融评论,2024(19).
[9] 郑彬红.金融赋能新型工业化高质量发展的国际经验及启示[N].金融时报,2025-11.

Strengthening China through Finance: Reform in China's Capital Market

ZHANG Jun WU Jing HAO Anqi

(China Galaxy Securities Research Institute)

Abstract During the 15th Five-Year Plan period, China's capital market will play a crucial role in supporting technological innovation, facilitating household wealth allocation, and enhancing the financial sector's international competitiveness. In recent years, reforms have put in place an initial foundation for further progress. Equity issuance, listing, and bond financing regimes have become more accommodating to technology enterprises. Measures to attract medium- and long-term capital, together with improvements in delisting and dividend distribution arrangements, have strengthened the market ecosystem and cross-border investment and financing channels have gradually expanded. Penalties for securities violations have also become markedly more stringent. Nevertheless, several obstacles remain. Non-state-owned enterprises are underrepresented in the science and technology innovation bond market while long-term mechanisms for market stabilization are inadequate. At the same time, foreign investors account for a relatively small share of market holdings and domestic securities firms have a limited role in international markets. The next stage of reform needs to enhance the adaptability of investment and financing institutions and promote the differentiated development of the securities industry. It also must advance Institution Opening-up of the capital market and safeguard the market's stable operation through more effective regulation.

Keywords Financial Powerhouse, Capital Market, Investment and Financing Reform, Institution Opening-up

JEL Classification G10 G18 O16