

中国资本市场40年：“从0到1”和“1到无限”

第一财经·2018-12-17 22:15

记者 杜卿卿 编辑 林洁琛 钟强

“20世纪80年代后期，随着中国经济体制改革的重点从农村转向城市，中国内地证券市场的幼苗在改革开放的雨露春风中重新破土而出，以沪深两个证券交易所成立为标志，中国证券史正式揭开了它的新生命史的光辉篇章。”

在回顾资本市场发展的最初期时，《中国证券史》主编、中国人民大学马庆泉教授的这段描述常常被引为开篇。

改革开放40年，也是中国资本市场从无到有、从小心试探到蓬勃发展、又从草莽到规范的40年。A股历经“8·10风波”、“327事件”、“5·19行情”等一系列以数字为记忆的重大事件，又跨过了发行审批、股权分置、非市场化交易的初创时代。回望来时轨迹，常念初心不改。

如今，资本市场改革开放的新格局正在形成。

开启国际征程

“坚持深化市场化改革、扩大高水平开放，加快建设现代化经济体系，”这是12月13日中共中央政治局会议在研究2019年经济工作时提出的最新要求。

中国证监会随后在13日做出公开表态，称正在按照中央政治局会议关于“围绕资本市场改革，加强制度建设，激发市场活力，促进资本市场长期健康发展”的重要部署，在新的历史起点上进一步深化改革、扩大开放、完善制度，更好地服务国民经济高质量发展。

2018年，是中国改革开放四十周年。资本市场在这一年也有多项重要内容取得了突破——A股正式纳入了明晟（MSCI）新兴市场指数，富时罗素（FTSERussell）宣布将A股纳入其全球指数体系，沪伦通准备就绪即将推出，原油期货上线交易……

这些成果的取得，并非一蹴而就。对外开放取得突破的另一面，是中国资本市场自身改革取得进步。

A股在成功纳入MSCI之前，实际上有三次“闯关失败”的经历。由于国际投资者对境内合格境外机构投资者（下称“QFII”）制度、停复牌制度等存在疑虑，MSCI一次又一次推迟对A股市场打开大门。

不过，被拒绝并不影响中国的“自强不息”，自2014年首次闯关失败以来，境内市场的改革开放不但没有停止，反而再进一步加速。

正如新闻发言人邓舸在2016年第三次纳入未果时做出的公开回应：“MSCI明晟公司延迟纳入的决定，不会影响中国资本市场改革开放的进程和市场化、法治化的方向，建设长期稳定健康的资本市场是我们自身的需要”。

A股纳入富时罗素系列指数同样经历了一个“自我改革”的过程。

在今年9月宣布将A股纳入之前，富时罗素方面曾以9条标准，对A股进行了严格的评估。但是，无论是QFII、人民币合格境外投资者（下称“RQFII”），还是沪港通和深港通机制之下，A股都存在不满足条件的情形。但是，到今年9月份，上述限制全部消失了。这是因为在期间的6个月里，境内市场在相关领域的改革取得了明显进展。

互联互通新时代

从富时罗素和MSCI的评估体系来看，QFII和RQFII机制为A股国际化提供了基础条件，但是，如果没有沪港通、深港通，A股纳入国际指数的旅程可能还需要走更长时间。

2001年12月11日，中国正式成为世界贸易组织（WTO）成员，中国经济走向全面开放，金融改革随之不断深入，中国资本市场迎来新一轮改革开放。

此后十多年间，QFII、RQFII、合格境内机构投资者（下称“QDII”）、人民币合格境内机构投资者（下称“RQDII”）陆续推出试点，投资额度不断扩大。而互联互通机制的推出，超出原来的开放模式，带来了质的跨越。

2014年4月10日，可以算作互联互通机制的一个起点。在这一天，国务院总理李克强在博鳌亚洲论坛演讲时明确表示，“将积极创造条件，建立上海与香港股票市场交易互联互通机制，进一步促进中国内地与香港资本市场双向开放和健康发展。”

当日中午，中国证监会、香港证监会发布《联合公告》，宣布原则批准开展沪港股票市场交易互联互通机制试点。

在2014年11月17日开通当日，上海证券交易所的年度大事记中这样记载：11月17日，沪港通正式启动，本所和香港联合交易所同时举行了开通仪式。沪港两地证券市场成功实现联通，中国资本市场的国际化进程进入新纪元。

在2018年11月17日沪港通四周年“生日”当天，上交所称，四年来，沪港通制度在平稳运行的基础上，不断优化完善，持续促进内地与香港市场融合，提高内地资本市场双向开放水平。截至11月16日，沪港通累计交易金额已超10万亿元。

在沪港通经验基础上，深港通于2016年开通。截至2018年12月5日，两年累计成交超过4万亿元。

深交所在两周年之际总结称，两年来，深港通成交额稳步增长、制度机制不断优化、功能作用日益显现，成为我国资本市场对外开放的重要窗口、全球投资者分享中国创新经济发展的桥梁纽带。

有机构人士曾这样评价互联互通机制：可以助推中国渐进式改革，在推动人民币资本项目可兑换的进程中，为我们提供一个非常好的观察口和试验田。目前资本项目当中的直接投资、贸易相关领域都已经放开，现在沪港通、深港通又从二级市场将境内外打通，长期来看，将进一步推动中国资本市场的双向开放。

如今，筹备中的沪伦通机制也渐行渐近。12月13日，继中国国际金融（英国）有限公司完成沪伦通全球存托凭证英国跨境转换机构备案之后，巴克莱银行也完成了备案。

更加市场化的国际参与者

市场化改革是过去四十年资本市场的一条主线。可以预见，在未来很长时间，这一主线仍将继续。因为，市场化与国际化、法治化一起，并称中国资本市场改革的三大目标。每一个目标的实现，都十分曲折而艰难。

展望2019年，证券市场力推多年的注册制终于要跟投资者见面。这一历经坎坷的基础制度改革，在今年的首届中国国际进口博览会上出现重大突破。

11月5日上午，中国国家主席习近平宣布，将在上海证券交易所设立科创板并试点注册制，支持上海国际金融中心和科技创新中心建设，不断完善资本市场基础制度。

虽然只是在科创板进行试点，离A股整体实行注册制尚有距离，但回顾过去几年的政策调整过程，就可以看到这一进展实属来之不易。

2015年6月，那是A股离注册制最近的一个夏天。当年6月26日下午，证监会时任主席助理黄炜在陆家嘴论坛首度公开了注册制的基本框架——证监会将负责注册，证券交易所负责审核。

自2013年末证监会发布《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》，开始从核准制向注册制过渡，至今已过去5年时间。

在这期间，证监会按照“十三五”规划纲要提出的“创造条件实施股票发行注册制”的要求，在完善市场制度、健全市场机制、规范市场秩序、增强市场诚信、强化市场监管等方面，为稳步实施注册制改革创造条件与环境。

条件确实在变化。

一个显著变化是，IPO“堰塞湖”几乎消失。排队企业积压，一直都是注册制的“克星”——注册制实施后企业扎堆上市造成二级市场股指承压，是监管层和投资者的共同担心。

不过，仅2017年一年，证监会就审结了633家企业的IPO申请。截至2018年12月13日，证监会受理首发及发行存托凭证企业还有278家，与高峰时期的800多家相比已经大大减少。

第二个显著变化是，证券违法得到有力打击，且监管日益常态化。如果上市公司不诚实、从业者不守规矩、投资者不依法交易，在此情况下贸然推行注册制，那必然是一场灾难。

严厉打击违法行为，规范各类市场主体，也成为净化注册制改革市场环境非常关键的内容。以2017年为例，全年新启动调查478件，新增立案案件312件，其中重大案件90件，同比增长一倍。

特别是市场操纵，在近几年得到有力打击。监管理念在转变，配套法律在完善，特别是数据监控手段的提升，都让市场操纵越来越无处遁形。

第三个显著变化是，退市制度逐渐发挥作用。注册制改革是对证券市场的“入口”进行完善，只有在“出口”也通畅的情况下，股市的新陈代谢功能才能得到有效发挥。

中弘股份“1元退市”，让A股的垃圾股炒作定律在2018年冬天彻底打破。而长生生物的“死亡通知”，又开启了A股因损害国家、社会公共利益而被强制退市的先河。

今年以来，除长生生物外还有4家公司被强制退市，金亚科技等3家公司被启动强制退市程序，“有进有出、优胜劣汰”的市场生态正逐渐形成。

改革总是曲折向前

当17世纪初荷兰阿姆斯特丹交易所诞生时，中国还处于明末清初朝代更迭的乱世之中。400多年之后，直到第一张“飞乐音响”股票面市，中国才有了现代意义上的证券发行。

经过30多年快速发展，中国证券市场的国际地位已经不可取代。证监会数据显示，截至2018年10月底，境内上市公司共3573家，在世界主要国家（地区）中排名第4位；总市值44.65万亿元，排名第2位。

1986年11月14日，邓小平在会见美国纽交所代表团时，将一张面额50元的上海飞乐音响公司股票，赠送给纽交所董事长约翰·凡尔霖。

事后来看，这一事件似乎有着双重寓意——中国证券市场从创设之初就有对外开放的基因。

4年之后，证券交易从场外转到场内，上海证券交易所于1990年12月19日正式开业。次年7月3日，深交所开业。

1992年初邓小平南方谈话影响深远，为中国走上中国特色社会主义市场经济发展道路奠定了思想基础。同年10月，党的十四大报告中正式提出：“我国经济体制改革的目标是建立社会主义市场经济体制”。

由于证券市场快速和粗放的扩张和发展，在这一阶段，也产生和出现了一系列与快速发展相伴生的问题。在此之后，银行资金违规炒股、国企和上市公司违规炒股、投资者操纵证券市场、财务造假骗取发行核准等问题接连被整治，中国证券市场也从快速发展阶段，进入规范调整期。

1999年7月1日，《证券法》正式实施，中国证券市场的法律地位得以确立，中国证券市场进入依法治市的时代。

随着近年来注册制改革的推进，作为资本市场的基本大法，《证券法》也自2013年起启动了新一轮修订。由于2015年股市异常波动的突然出现，将原本进展顺利的修法计划打乱，《证券法》至今仍停留在二审阶段，还在修订过程中。

过去40年间，中国证券市场经历了美国次贷危机引发的全球金融危机，始终不变的改革开放使得证券市场保持了稳定发展。但必须看到，以2007年为时间节点，在此之后，中国证券市场面临的国际环境已经发生重大变化。

“时代是一个创造的时代，世界也是一个躁动的世界。”马庆泉在总结中国证券史后曾发出这样的感慨。在时刻变化的外部环境中，或许，唯有向着最初确定的正确的方向坚持迈进，才是我们最优的选择。