

中国资本市场开放：“十四五”回顾与 “十五五”路径选择

胡海峰 田一迪

摘要：推进资本市场高水平开放是建设金融强国的重要战略。“十四五”时期，中国资本市场开放取得关键进展，表现为外资参与程度提升、境内主体国际化进程加快、互联互通机制深化、开放模式向制度型开放转变、资本市场国际影响力增强等多个方面。这形成了我国坚持渐进式开放，统筹开放与金融安全，坚持全方位开放，开放进程紧扣经济社会发展目标等经验。然而，当前资本市场开放的广度和深度仍然不足，基础制度与国际标准存在差距，市场稳定的维护难度增大，市场生态建设存在短板。展望“十五五”时期，应以深化制度型开放为目标，拓展开放的广度和深度，加强资本市场改革与制度建设，完善风险防控机制，健全宏观配套机制，深化国际合作，以高水平开放推动经济高质量发展。

关键词：资本市场开放；金融安全；制度型开放；国际合作；金融高质量发展

DOI：10.19836/j.cnki.37-1100/c.2026.03.004

一、引言

“十五五”时期是我国推进社会主义现代化建设承前启后的重要阶段，也是金融体系由规模扩张转向质量提升、加快建设金融强国的重要窗口期。2025年10月，党的二十届四中全会强调：“稳步扩大制度型开放，以开放促改革促发展，与世界各国共享机遇、共同发展”^①。“十五五”规划将推进高水平制度型开放置于更加重要的位置，将健全高水平对外开放体制机制作为经济社会发展的主要目标。

“制度型开放”是一个相对于以往“管道式开放”“边境开放”的概念。管道式开放和边境开放注重破除资本流动壁垒和放松准入限制；而制度型开放的重点是改革和完善资本市场的基础性制度，推动国内在规则、规制、管理和标准等“边境后”制度层面，在发行、交易、信息披露、退市、监管执法等方面，与国际通行的最佳实践和标准相衔接。具体来看，在准入层面，通过统一市场参与规则，减少行政裁量，使开放重点由是否准入转向如何按规则参与市场；在监管层面，制度型开放强调以稳定规则为基础的常态化监管；在风险防控层面，通过强化信息披露、市场约束和监管协作，使风险管理更多依赖制度本身的约束，而非事后行政干预。

“十四五”时期资本市场的开放战略从过去的局部管道式开放逐渐转向制度型开放，境外资本参与中国资本市场的水平持续提高，互联互通机制逐步完善，国际金融合作进一步深化。然而，中国资本市场开放仍面临诸多挑战。一方面，外资参与中国资本市场的程度远低于美国、欧盟等发达市场；另一方面，开放过程中的风险防控体系仍需加强，国内金融机构的国际竞争力存在提升空间，制度环境的国际适配性有待优化，这些都制约了开放红利的充分释放。尽管发展中经济体通常具有较高的

基金项目：国家社科基金重大项目“新发展格局下提高直接融资比重优化金融结构与经济高质量发展研究”(21&ZD111)。

作者简介：胡海峰，北京师范大学经济与工商管理学院教授(北京 100875；bjhuhai@126.com)；田一迪(通讯作者)，中国人民大学应用经济学院博士研究生(北京 100872；tianyidi66@126.com)。

^① 《中华人民共和国国民经济和社会发展第十五个五年规划纲要》，北京：人民出版社，2026年，第62页。

资本回报,政府政策、制度结构差异和市场中的信息不对称仍然制约资本的流入^①。这些结构性问题需要通过更深层次、更高水平的制度优化解决。

现有研究普遍认为,资本市场开放能够引入外部资本并改善金融资源配置环境,推动金融发展与经济增长^②。在资本跨境自由流动条件下,各国的资本回报率将会趋同,加快资本积累和产出收敛^③。这为欠发达国家的经济增长提供了有利条件。资本市场向境外投资者开放能够改善信息披露质量和提升市场定价效率^④。同时,引入更为成熟的境外投资者有利于降低股价崩盘风险^⑤。然而,金融开放的经济效应具有明显的条件性和阶段性特征。金融与资本市场自由化如果推进过快且在事先没有建立起有效监管框架的情况下实施,可能会在开放过程中加剧经济波动^⑥。金融开放初期的资本加速流动也往往伴随着更剧烈的资产价格波动和宏观经济周期起伏^⑦。可见,资本市场开放对经济增长和金融稳定的影响具有双重性,其实际效果取决于开放路径、制度安排和风险控制能力。

“十五五”时期,我国需要继续推进金融强国建设,推动资本市场开放迈向更高质量、更高水平。习近平总书记指出:“制度优势是一个国家的最大优势,制度竞争是国家间最根本的竞争。”^⑧未来有必要通过深化资本市场制度型开放,构建更高层次的制度竞争力。基于此,通过回顾“十四五”期间我国资本市场对外开放的主要进展与经验,分析当前面临的挑战,以展望“十五五”时期进一步推进资本市场高水平开放的重点任务和实现路径,为推进资本市场高水平制度型开放、更好发挥资本市场服务高质量发展的功能提供参考。

二、“十四五”时期中国资本市场开放的主要进展

(一)外资参与程度显著提升

“十四五”时期,外资参与中国资本市场的程度大幅提升。一是外资机构准入门槛放宽。外资在证券、期货和基金管理领域的持股限制逐步放开,所承受的监管标准正逐步实现对等“国民待遇”。截至2025年年末,已有超过900家机构成功获得合格境外机构投资者(Qualified Foreign Institutional Investor, QFII)资格^⑨。二是对外开放业务范围扩大,境外投资者可交易的金融产品种类增加。QFII交易范围由基础证券进一步拓展至商品期货、商品期权等金融衍生品。三是外资市场活跃度和资金流入大幅增长。如图1所示,2021—2024年境外投资者年均买卖总额达32.27万亿元,是2016—2020年的4.19倍;截至2024年年底,陆股通累计净流入达17615.22亿元,较2020年年底增长46.50%。北向资金已成为境内资本市场不可忽视的重要力量。

① Alfaro L., Kalemli-Ozcan S., Volosovych V., “Why doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries? An Empirical Investigation”, *The Review of Economics and Statistics*, 2008, 90(2), pp. 347-368.

② Bekaert G., Harvey C. R., Lundblad C. T., “Does Financial Liberalization Spur Growth?”, *Journal of Financial Economics*, 2005, 77(1), pp. 3-55.

③ Barro R. J., Mankiw N. G., Sala-i-Martin X., “Capital Mobility in Neoclassical Models of Growth”, *American Economic Review*, 1995, 85(1), pp. 103-115.

④ 钟覃琳、陆正飞:《资本市场开放能提高股价信息含量吗?——基于“沪港通”效应的实证检验》,《管理世界》2018年第1期。

⑤ 李沁洋、许年行:《资本市场对外开放与股价崩盘风险——来自沪港通的证据》,《管理科学学报》2019年第8期。

⑥ Stiglitz J. E., “Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability”, *World Development*, 2000, 28(6), pp. 1075-1086.

⑦ Kaminsky G. L., Schmukler S. L., “Short-run Pain, Long-run Gain: Financial Liberalization and Stock Market Cycles”, *Review of Finance*, 2008, 12(2), pp. 253-292.

⑧ 《习近平谈治国理政》第3卷,北京:外文出版社,2020年,第119页。

⑨ 张敏:《中国资本市场制度型开放迈入系统化加速阶段》,《证券日报》2025年12月17日,第A01版。

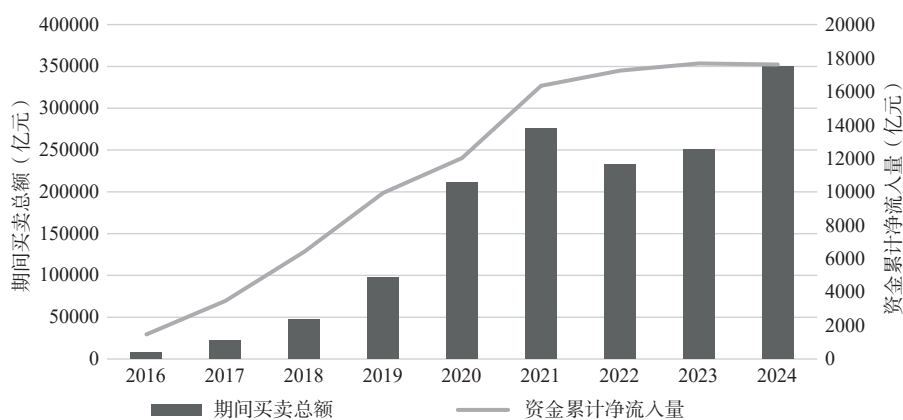


图1 沪深港通外资交易规模和资金净流入规模

(数据来源:Wind 经济数据库)

(二)境内主体“走出去”成效显著

“十四五”期间国内企业和金融机构走向境外的步伐加快。一是企业境外上市意愿明显增强。2023年施行的《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》明确了事先备案、事后报告的监管安排,显著压缩了企业境外上市的准备周期。2025年,证监会继续调整企业境外上市备案安排,对新增申报企业和既有企业实施差异化管理,减轻了企业在备案环节所承担的合规压力,也压缩了办理相关事项的所需时间。在这一政策变化的带动下,企业赴境外上市的意愿进一步增强。截至2025年4月末,已有242家境内企业完成境外上市的备案^①。二是金融机构加快境外展业。券商不断完善国际化布局,提升业务多元化水平和区域覆盖能力。2024年,中金公司、华泰证券、中信证券国际业务子公司利润贡献分别达46%、43%、18%,在集团中占重要地位^②。

(三)互联互通机制深化

“十四五”时期,我国资本市场与境外市场的互联互通机制不断深化,双向开放进程加快。图2展示了互联互通机制下跨境股票投资的运行逻辑:境内外投资者通过本地证券公司提交委托,订单被转发至对方市场撮合成交,再由两地结算机构完成清算交收和资金对接。互联互通降低了跨境交易的制度摩擦,支持跨境投资渠道持续拓宽。2024年4月,证监会发布五项对港合作措施,放宽合格股票型交易所基金范围,首次将不动产投资信托基金纳入互联互通标的,并支持在港人民币股票交易柜台接入港股通。2025年8月,南向通将境内投资者范围由银行类机构及合格境内机构投资者(Qualified Domestic Institutional Investor, QDII)扩大至券商、基金、保险和理财子公司。

(四)由局部管道式开放向制度型开放转变

“十四五”时期,中国资本市场向制度型开放迈进,更加注重与国际金融市场制度规则的对接。一是推进规则对接与标准统一。2023年发布的《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》进一步健全了跨境证券监管协作与信息通报安排,将境外上市活动纳入全过程监管。2024年修订的《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》,扩大了外国投资者范围,并放宽了战略投资方式和相关限制。二是完善资本市场基础制度。就发行上市而言,2023年3月股票发行注册制全面落地,上市审核的重点由原先严格的条件把关转向以信息披露为核心的制度安排,资本市场的包容程度和与国际规则的一致性进一步提升。就市场退出而言,《关于严格执行退市制度的意见》的出台加大了低效上市主体的

^① 《中国证监会:新规实施两年多已完成242家境内企业境外上市备案》, <https://www.chinanews.com.cn/cj/2025/05-22/10420460.shtml>, 访问日期:2025年12月1日。

^② 王蕊:《中资券商化身“金融航海家”助力中企发出全球资本市场“中国声音”》,《证券时报》2025年11月26日,第A01版。

出清力度,推动“僵尸企业”和空壳公司加快退出,市场优胜劣汰机制进一步强化。就监管安排而言,2023年3月发布的《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》,将境内企业境外发行上市统一纳入监管范围,释放出从严监管跨境违法违规活动的信号。

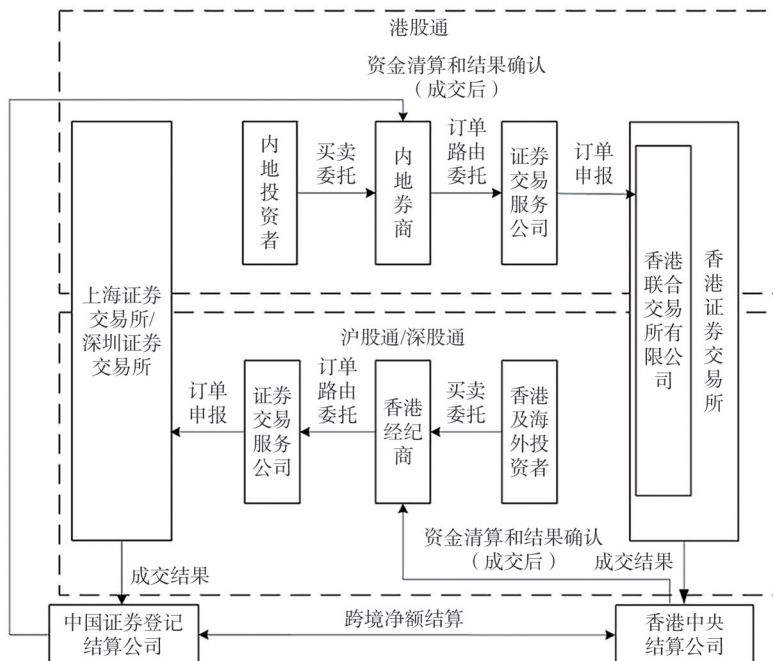


图2 互联互通机制示意图
(资料来源:作者自制)

(五)资本市场国际影响力持续增强

“十四五”时期我国资本市场在全球金融市场中的地位日益提升。建设国际金融中心是我国提升金融体系核心竞争力和影响力的重要着力点。近年来,上海在制度建设、开放安排和金融功能完善等方面持续推进相关工作,特别是通过修订《上海市推进国际金融中心建设条例》,进一步从法治层面明确了现代金融体系建设、金融高水平开放、服务实体经济和风险防控等重点方向,为国际金融中心建设提供了更强保障。随着相关工作不断推进,上海金融市场的机构集聚程度和国际参与度持续提高。截至2024年年底,上海市的外资金融机构占比接近1/3^①。国际金融中心的建设增强了上海汇聚国内外金融主体和高端要素的能力。随着这种枢纽作用的强化,上海对全国资本市场开放水平和国际影响力提升所发挥的支撑作用更为凸显。

三、“十四五”时期中国资本市场开放的经验

(一)坚持循序渐进开放策略

“十四五”时期,中国资本市场的开放坚持渐进式开放,注重节奏把控与风险防范。一是以试点先行、分步推广策略平稳推进开放进程。我国在推进跨境证券市场联通时,更强调由小到大、分阶段展开,而非集中式放开。以股票市场为例,相关安排先从交易机制的调整入手,通过优化跨境买卖条件

^① 《迎多重政策利好 上海金融国际中心建设迈向更高能级》, <https://www.jjckb.cn/20250619/f9b46f731d0d4b98ab2de636f062cc95/c.html>, 访问日期:2026年3月1日。

和市场运行安排,让投资者、机构和交易系统在不断扩容中完成适应,减轻外部开放对本土市场可能造成的冲击。2019年启动的沪伦通也逐步向欧洲其他金融市场延展,全球存托凭证发行目的地由原先的英国扩大到瑞士、德国等国家,拓展为中欧通。债券市场的开放思路也大体相同:在境外资金投资境内债市的渠道运行成熟后,监管层将进一步打通境内资金配置香港债券资产的通道,并对参与范围和规模限制采取审慎、渐进的调整方式。

二是从基础资产到复杂产品有序拓宽可投资范围。早期启动的沪深港通和债券“北向通”,率先开放了股票和债券这类结构清晰、风险收益特征相对透明的基础资产,为后续衍生品市场开放积累了经验。“十四五”时期衍生品市场开放取得关键进展,QFII获准参与股指期货、商品期货和期权交易以及交易所基金的期权交易,“互换通”北向交易的启动也开放了境内利率互换市场。这一开放安排体现了先易后难、由浅入深的推进思路。

三是通过区域试点形成可复制、可推广的开放经验。我国优先选择金融基础较好、开放条件成熟的地区开展开放试点。上海凭借其国际金融中心的定位,率先探索自由贸易账户体系、跨境投融资便利化等制度创新。粤港澳大湾区依托跨境金融合作优势,率先推出“跨境理财通”业务试点。在区域试点取得成效后,相关政策与机制逐步向其他地区扩展。例如,海南自贸港于2025年8月启动跨境资产管理业务试点,探索跨境证券投资与离岸金融创新。这种“以点带面、区域先行”的做法,有助于在发挥示范效应的同时控制风险,提升开放的可持续性。

(二)统筹市场开放与安全

“十四五”时期,面对资本市场对外开放不断深化的新形势,我国始终把金融安全放在重要位置,并围绕高水平开放的需要加快补齐风险监管的制度安排。一是在跨境资金流动管理方面,相关部门不断完善宏观层面的审慎调控与微观层面的日常监管协同机制,逐步健全资金流动监测、风险识别和处置体系,并结合外汇存款准备金率等政策工具开展逆周期调节,以降低短期跨境资本集中流入流出可能带来的冲击。二是加强跨境监管合作与信息共享,积极与境外监管机构开展协作,提升跨境风险预警和应对能力,并通过联合调查、信息互通等方式打击市场操纵、内幕交易等跨境证券违法行为。三是完善跨境交易风险防控和境外投资者监管机制。通过沪深港通、债券通的额度管理、投资者适当性管理和异常交易监测提升风险识别、预警和处置能力;同时,对境外投资者实施覆盖准入审核、行为监管和持续监测的全流程监管,并通过多部门协同监测账户、交易和资金流动,提高监管穿透力。

(三)坚持多方位、宽领域开放

我国资本市场开放坚持全方位、多层次推进,注重投资性开放与服务性开放协同深化,在破除要素流动壁垒的同时持续推进制度开放。一是坚持“引进来”与“走出去”相结合。在拓宽境外投资者投资渠道的同时,也通过QDII和南向通等机制支持境内投资者开展全球资产配置。二是协同推动投资开放与服务开放。在投资端,不断完善合格境外机构投资者制度,取消额度约束,扩大投资范围;在金融服务开放方面,我国进一步放开证券公司、基金管理机构等领域的外资准入限制,并推动外资机构在征信、评级、支付清算等业务中享有与内资一致的市场待遇。三是在降低要素流动门槛的同时推动制度完善。在境外上市备案、跨境监管协作、信息共享和执法协同等方面持续完善制度安排,增强政策透明度和监管有效性。

(四)紧扣经济社会发展目标

中国资本市场开放始终服务国家经济社会发展战略,开放目标、路径和节奏与经济发展阶段及制度升级要求相适应。一是开放目标随经济发展阶段动态调整。20世纪90年代至“十三五”末期,资本市场开放以要素流动型开放为主,重点在于引入外资、完善制度和促进市场建设;进入“十四五”时期,资本市场更加突出制度型开放,注重规则、标准和监管衔接,在推进国际接轨的同时兼顾国情适应性与风险可控性。二是坚持以服务实体经济为核心。通过有序放宽市场准入、优化投资者结构和推动

产品创新,资本市场为企业融资和产业升级提供支持,并将风险防控嵌入开放制度设计,推动金融稳定与经济发展相协调。

四、当前资本市场开放面临的问题与挑战

尽管中国资本市场对外开放在“十四五”时期取得了积极进展,但在国际经济政治环境不确定性上升、国内经济处于新旧动能转换和增速放缓的背景下,仍面临一系列问题与挑战。

(一)开放广度和深度不足

当前中国资本市场开放的广度和深度仍显不足,主要表现在以下三个方面:

第一,外资参与水平明显低于国际成熟市场。当前中国资本市场的外资参与度与国际成熟市场相比仍存在较大差距。境外投资者持有境内债券、股票的市值占比为3%—4%^①,远低于美国等发达国家市场。当前我国仍存在一些阻碍境外资金流入的制度性和操作性因素,资本市场开放渠道仍不够丰富,仅打通了境内与香港等少数市场之间的开放渠道,合作主体仍然有限。与此同时,相关资金划转安排存在前置要求较多、办理链条较长等问题,使跨境投资的便捷程度受到影响。

第二,开放结构不均衡。“引进来”与“走出去”存在失衡。在一级市场中,虽然境内企业赴境外上市已较为普遍,但境外企业尚不能在中国市场上市,资本市场主体结构仍显单一。二级市场开放也存在引进较快、对外投资相对滞后的情况。具体来看,QFII的额度限制已经取消,而QDII仍保留额度管理。同时,相比于股票和债券市场,基金、衍生品等市场的开放程度明显滞后。

第三,服务性开放水平有待提高。一方面,国内金融机构在国际化服务水平、组织经验等方面与国际同行存在一定差距,尚未形成具有全球影响力的品牌效应。另一方面,外资机构在准入后依然面临诸多业务开展上的限制,如牌照申请与资质认定困难、国内商业习惯难以适应,难以真正发挥“鲶鱼效应”。放开关键业务的经营资质是金融业实质开放的必然要求^②,而债券等重要领域的准入资格尚未对外资机构全面放开,相关标准也更有利于本土机构。

(二)基础制度与国际标准存在差距

资本市场开放的基础在于制度安排。制度质量较差会通过抬升运营成本、降低预期利润等渠道抑制资本流入^③。制度缺陷还可能表现为隐形税负与合约执行不确定性,从而降低投资收益率并加剧未来收益波动^④。而投资国与东道国之间的制度距离同样会降低双边资本流动^⑤。因此,缩小基础制度与国际标准的差距是提升资本市场开放质量、增强境外投资者参与意愿的重要前提。

我国资本市场的基础制度和交易机制与国际成熟标准尚存一定差距,在一定程度上影响了境外投资者参与我国资本市场的意愿。第一,信息披露与财务报告口径的国际可比性仍需增强。例如目前国际上最为通行的会计准则是国际财务报告准则(International Financial Reporting Standards,IFRS),而我国实行的是中国会计准则(China Accounting Standards,CAS)。二者在复杂金融工具、公允价值计量、关联方披露以及合并报表范围判断等方面仍存在差异。尤其是在复杂交易情形下,IFRS通常提供更细致的应用指引,而CAS在部分情形下更依赖职业判断。这种差异会提高境外投资者识别企

① 程丹:《坚持高水平对外开放中国资本市场凸显磁吸效应》,《证券时报》2025年8月1日,第A01版。

② 谭小芬、张怡宁:《中国金融开放的路径选择和风险防范》,《保险研究》2023年第2期。

③ Blonigen B. A., “A Review of the Empirical Literature on FDI Determinants”, *Atlantic Economic Journal*, 2005, 33(4), pp. 383-403.

④ Daude C., Stein E., “The Quality of Institutions and Foreign Direct Investment”, *Economics & Politics*, 2008, 19(3), pp. 317-344.

⑤ Bénassy-Quéré A., Coupet M., Mayer T., et al., “Institutional Determinants of Foreign Direct Investment”, *The World Economy*, 2007, 30(5), pp. 764-782.

业真实财务状况、合并范围和风险暴露的难度,抬升信息处理成本,削弱跨市场可比性。

第二,入市与退市制度仍不够畅通。在准入方面,全面注册制于2023年正式实施,但相关配套制度仍在完善。与成熟市场通过分层机制为不同规模、不同发展阶段企业提供差异化上市通道相比,A股市场在支持尚未形成稳定收入的早期硬科技企业方面,包容性和灵活性仍显不足。在退出方面,退市率偏低、流程较长,“壳资源”炒作现象仍然存在,影响了资源配置效率和市场出清功能。

第三,法治化、规范化建设水平有待提升。我国资本市场在法治建设和投资者保护方面与境外市场仍有差距,虚假信息披露、内幕交易等行为仍未得到有效遏制。在全面注册制背景下,监管不仅要强化个案处罚,还需形成更系统、公开和稳定的规则解释机制。成熟市场除个案处罚外,还会向市场发布公开案例和规则指引,例如欧洲监管机构会定期发布《国际财务报告准则执行案例决议》。而我国尚未形成系统化、公开化的案例指导。此外,我国跨境执法程序复杂且周期较长,增加了跨境取证和责任追究的不确定性。

第四,基础交易制度与国际通行标准差异显著。我国资本市场的部分基础交易制度设计与国际惯例存在明显差异,导致境外投资者适应成本较高。例如,A股市场实行涨跌幅限制,而多数发达市场并无此类安排,涨跌幅限制在一定程度上抑制了价格发现效率。此外,做空机制发展仍不成熟,融券标的有限、成本偏高。这些因素导致投资便利性不足,降低了外资进入中国资本市场的意愿。

(三)市场稳定的维护难度增大

随着跨境资本流动约束逐步放松,国内外市场联动性增强,外部冲击更易通过资金流向、市场预期和资产价格传导至本土金融体系。跨境资本流动具有明显的顺周期性^①,高波动的资本流动以及资本流入骤停会显著加大经济运行风险^②。当一国的获利空间收窄,跨境资本会在短期内加速撤出该国市场,导致股票、债券、外汇等资产价格波动^③。这表明,随着开放程度持续提高,我国在维护资本市场稳定方面仍面临挑战。

第一,市场监管和宏观调控难度提升。随着资本市场开放持续推进,跨境资本流动更加频繁,市场监管在协调机制、专业储备和标准衔接等方面面临更高要求,我国对跨境资本的监管合力仍有待增强。与此同时,资本流动性上升也会压缩宏观调控空间。根据不可能三角理论,在保持货币政策独立性和资本流动性的情况下,汇率稳定将承受更大压力,资本大规模跨境流动可能加剧汇率波动,并在一定程度上抵消政策工具的调节效果。

第二,境外市场波动的外溢性增强。在开放条件下,国际金融市场的波动更易向国内传导。近年来,我国资本流动对全球和区域外部冲击仍较为敏感^④,且在国际上是净金融风险输入国^⑤。一旦重要经济体发生金融动荡,国际资本流动可能成为风险跨境传染的主要渠道,使多个市场共同暴露于全球宏观不确定性之下。跨境资金流动一旦出现大幅波动,还可能通过信号传递影响市场预期,诱发投资者跟风交易,进而加快风险蔓延。此外,资本市场开放会通过预期渠道影响市场交易行为,如在互联互通机制实施前,A股投资者对未来海外资本流入形成预期并增加短线交易操作,从而显著加剧市场波动^⑥。

① Broner F., Didier T., Erce A., et al., “Gross Capital Flows: Dynamics and Crises”, *Journal of Monetary Economics*, 2013, 60(1), pp. 113-133.

② Devereux M. B., Young E. R., Yu C., et al., “Capital Controls and Monetary Policy in Sudden-stop Economies”, *Journal of Monetary Economics*, 2019, 103, pp. 52-74.

③ 刘晓星、汤淳、张颖:《资本异常流动、风险传染网络与金融系统稳定》,《经济研究》2024年第3期。

④ 王金明、王心培:《跨境资本的全球协同与区域联动研究——基于时变参数多层动态因子模型》,《统计研究》2023年第7期。

⑤ 杨翰方、王祎帆、王有鑫:《中国输入性金融风险:测算、影响因素与来源》,《数量经济技术经济研究》2020年第7期。

⑥ Liu C., Wang S., Wei K. C. J., et al., “Demand Shock, Speculative Beta, and Asset Prices: Evidence from the Shanghai-Hong Kong Stock Connect Program”, *Journal of Banking & Finance*, 2021, 126, No. 106102.

(四)市场生态建设存在不足

当前,我国资本市场在市场生态建设方面仍存在一定不足,在产品结构丰富性、市场透明度与机制公平性、投资者结构合理性、监管与法治保障体系等方面仍存在明显短板,制约了我国资本市场国际竞争力的进一步提升,也在客观上降低了其对全球中长期资本的吸引力。

第一,金融产品创新不足,风险对冲工具欠缺。成熟资本市场通常具备多元化、多层次的金融工具体系,可满足不同投资者在资产配置与风险管理方面的需求。然而,我国资本市场仍以股票、债券等传统产品为主,衍生品、商品期货及与国际接轨的对冲工具发展相对滞后。产品体系的不完备削弱了市场应对复杂波动和系统性风险的能力,也降低了其对国际投资者的吸引力。

第二,投资者结构以散户为主,缺乏长期稳定的机构资金。我国资本市场中个人投资者占比较高,而保险资金、养老金、主权财富基金等长期机构投资者参与不足,交易行为更易短期化、情绪化和跟风化,价格波动也更容易偏离基本面。这会增加境外机构投资者面临的估值噪声和组合管理难度,使其更倾向于维持战术性、低权重配置,而非长期稳定投入。

五、“十五五”时期推动资本市场开放的重点路径

步入“十五五”时期,资本市场开放不能仅停留于政策松紧的调整,更要聚焦制约高质量发展的体制机制障碍,推进深层次改革,以深化制度型开放为核心目标,以开放促改革、促发展。应在统筹发展与安全的前提下,构建和完善与国际高标准规则相衔接、兼具中国特色的现代资本市场治理体系,同时增强监管能力与风险防控能力,培育真正具备全球竞争力的资本市场生态。

(一)拓展开放的广度和深度

现阶段我国资本市场开放仍以局部试点和有限通道为主要特征,“十五五”时期应进一步推动资本市场从“管道式”开放向全面制度型开放转型,着力拓展开放的覆盖范围与深度。

第一,扩大跨境合作主体的覆盖范围。当前我国资本市场对外联通的市场范围仍然偏窄。下一阶段可按照区域优先、条件成熟的思路,优先拓展两类合作对象:一类是区域全面经济伙伴关系协定(Regional Comprehensive Economic Partnership, RCEP)成员国中市场化程度较高、结算清算体系较完善的经济体;另一类是“一带一路”沿线中与我国经贸联系紧密、跨境投融资需求较强且监管合作基础较好的市场。合作对象遴选可重点考察跨境资金结算便利度、登记结算基础设施互联条件、信息披露与会计准则可比性,以及反洗钱、投资者保护和跨境执法协作基础。在落地抓手上,可将互联互通由单一通道拓展为多工具、分层次安排:股票领域推动与重点市场建立或升级交易互联互通试点,基金领域探索跨境产品互认和指数化产品互挂互通,债券领域分步拓展可交易品种和交易方式,完善跨境交收和风险隔离机制。在推进节奏上,优先在香港联通框架下开展增量试点,降低制度磨合成本,再在RCEP区域内选择1—2个条件成熟的市场开展双边互联互通试点,形成可复制的协议文本与业务流程,最后将成熟经验向“一带一路”重点市场扩展,并通过多边合作机制固化监管协作、争议处置与风险处置预案。通过上述安排,分阶段促进资本多边流动。

第二,适度放宽投资限制,完善市场准入安排。对于境外资金进入境内市场,应继续调整合格境外机构投资者的持股约束、可投资领域和准入流程,减少进入障碍;对经营规范、信用记录良好的境外金融机构,可在市场进入、业务落地等方面给予更顺畅的安排。与此同时,还应继续完善合格境外有限合伙人相关制度,改进外汇登记和资金收付管理,增强境内私募股权投资和创业投资市场对国际知名投资机构的吸引力。此外,应进一步落实准入前国民待遇和负面清单制度,增强清单管理的公开性、协调性和调整及时性,尽快清理已经滞后的规定,为后续监管执行提供清晰依据。针对境内资金的对

外投资,也应适度提高合格境内机构投资者额度,增强境内机构开展全球资产配置和风险分散的能力。

第三,完善对外开放的产品体系。现阶段,我国基金、期货以及各类衍生工具的开放仍显不足。下一步,应在现有基础上继续扩大可开放产品的覆盖范围,加快提升期货、期权、指数类产品和其他避险工具面向国际投资者的可参与度,逐步建立门类更加完整、功能相互配合、能够分散风险的开放产品结构,更好适应境外投资者差异化的配置需要。

第四,加强金融服务业的制度型开放。引入专业水平过硬、信誉优良、具备全球知名度的外资金融机构,通过良性竞争推动国内金融机构提质创新。深化外资金融机构准入前国民待遇,合理缩减负面清单,深入清理“准入不准营”等负面清单之外的隐性壁垒,着力清除外资机构在获取牌照、许可等业务资质方面面临的障碍,推动准入与准营有效衔接,持续营造更加公平、透明、市场化、国际化的营商环境,增强外资机构在华展业的长期信心。

第五,深化外资参与层次,引导国际资本更好地服务国家发展战略。在扩大外资准入的同时,应通过稳定、透明、可执行的制度安排,引导境外中长期资本更多投向科技金融、绿色金融等国家战略重点领域。在股权融资方面,可依托合格境外有限合伙人(Qualified Foreign Limited Partner, QFLP)等制度,探索设立封闭期较长、投向明确的战略型股权投资产品,支持外资机构与政府引导基金加强合作,通过设立专项子基金等方式,为集成电路、工业母机、基础软件、先进材料、生物制造等领域提供持续性资本支持。在债务融资方面,可围绕科创债、熊猫债和绿色债券完善外资参与制度,强化与科技属性、绿色属性相关的信息披露和资金用途约束。在绿色金融领域,可在遵循《绿色债券支持项目目录》的基础上,鼓励发行人参照《中欧可持续金融共同分类目录》等国际通行标准开展披露或认证,增强跨境投资者对项目边界和资金投向的识别度。同时,可通过税收优惠等方式降低跨境发行和投资成本,对通过QFLP等渠道投向《国家鼓励类产业目录》重点领域且长期持有的境外资本给予适当激励,推动我国资本市场向以深度参与、战略协同为核心的高质量开放迈进。

(二)加强资本市场建设与制度改革

资本市场高水平开放与内部发展具有相互促进的关系。国内市场越规范、运行越高效,越有利于吸引并承接国际资本;与此同时,对外开放所带来的竞争压力和成熟经验,也会进一步推动国内市场的改革与发展。由于国内仍存在一些结构性矛盾,“十五五”时期必须坚持资本市场改革与制度型开放协同推进,通过完善制度规则和治理机制,为高水平开放奠定更坚实的基础。

第一,健全资本市场基础制度。当前我国资本市场制度仍存在一部分应急性、管制性特征,应在入市、退市、监管等环节主动对标国际标准,推动建立起一套具备透明度、稳定性、国际可比性的制度框架。在市场进入环节,应继续推进注册制改革,细化发行审核制度,提高信息披露要求。与此同时,通过加大追责力度、严格落实黑名单制度等方式,增强中介机构的执业水平和合规意识,推动中介机构高效服务上市企业。在市场退出方面,应加快形成更加稳定和灵活的退市安排,完善强制退市标准,打通企业退出渠道,并做好与投资者保护、救济机制之间的衔接。

第二,加强资本市场法治建设。应加快构建与国际通行规则相衔接且符合中国国情和发展阶段的法律制度体系,及时修订不适应金融创新和开放实践的法律法规,增强立法的前瞻性与适应性。同时,应统一执法标准,加大执法刚性和惩戒力度,尤其对虚构业绩、利用未公开信息牟利、蓄意扭曲交易价格等行为加大处罚力度,保障交易活动在规范条件下进行。制度调整不能过急过密,应让市场能够较为清楚地判断规则走向。凡涉及影响较大的安排,在出台前充分吸收各方看法,留出必要的适应时间,在实施过程中做好说明、跟踪和修正,并强化部门之间的沟通协同,尽量避免规则交叉和执行不一。

第三,在“有效市场”和“有为政府”中寻求平衡。资本市场改革与开放必须立足中国国情,不能简单移植西方模式,而应结合中国特色与发展阶段,统筹发挥政府与市场的双重作用。政府应在战略规

划、法治建设与风险防控方面积极作为,通过健全法律与监管框架、维护公平竞争环境等方式发挥作用。同时,必须尊重市场在资源配置中的决定性作用,最大限度地减少非必要的行政干预,避免扭曲价格信号和削弱市场预期,切实提升资本市场的自主运行效率。唯有实现政府精准规制与市场活力释放的有机统一,才能构建既具备国际竞争力又符合中国实际的现代化资本市场体系。

第四,培育和引导“耐心资本”,塑造长期投资导向的市场生态。当前我国资本市场仍以散户为主,短期化、投机化交易行为较为普遍。应着力完善鼓励长期投资的制度环境,健全有利于养老金、保险资金等长期资本入市的激励机制,壮大本土长期投资力量。同时,通过提高政策透明度和可预期性、健全信息披露、加强对短期套利行为的监管,推动形成稳定、规范、透明且值得信赖的市场环境,提升境外长期资本配置中国市场的意愿。此外,还应持续推进投资者教育,特别是引导个人投资者树立价值投资和责任投资理念。只有逐步形成以耐心资本为重要支撑、境内外长期资金共同发挥稳定作用的市场格局,我国资本市场才能在更大程度上实现长期健康发展。

(三)完善风险防控机制

资本市场的高水平开放需要有与风险水平相匹配的监管能力。“十五五”时期,应继续完善“宏观审慎+微观监管”两位一体的跨境资本流动管理框架,持续优化审慎监管体制,强化跨市场、跨行业风险监测和协同处置机制,逐步形成权责边界清楚、职责划分合理、响应高效的常态化风险防控与化解体系。

第一,细化监管安排,全面落实从严监管要求。在机构监管方面,坚持对中外金融机构实行统一监管标准,建立覆盖外金融机构及其关键业务的风险监测和评级机制,并加强与母国监管部门的协作,防范外部风险输入。在行为监管方面,应从严查处市场操纵、财务造假等违法违规行为,强化投资者保护。在功能监管方面,落实“同一业务同一标准”,坚决遏制监管套利。在穿透式监管方面,应加强对跨境资本来源、流向及相关主体的实质审查,推动监管数据互联互通。在持续监管方面,应完善覆盖全流程、贯穿全周期的动态监测机制。通过五大监管协同发力,提升监管的系统性、实效性和精细度。

第二,善用金融科技,加强风险识别。充分发挥金融科技的赋能作用,依托人工智能、云计算等技术对跨境资本流动进行实时监测,增强对“黑天鹅”“灰犀牛”等风险事件的早期预警能力。积极推动区块链、智能合约等技术工具应用于跨境交易合规与风险管理,完善分层管控框架,提升极端情景下的风险隔离与处置效率,防范风险跨机构、跨市场传染。同时,加快金融反制裁工具箱建设,健全合规审查、信息共享与救济体系,为我国资本市场开放提供安全屏障。

第三,加强对重点领域风险的精准识别。重点关注受外资流动影响较大的行业板块。例如当沪股通资金大规模撤离时,第二产业由于上下游依存度高,更易遭受风险溢出的冲击,因此在外资集中流出阶段有必要重点监测^①。

第四,稳健把控开放节奏。应坚持“稳中求进、循序渐进”的原则,使开放进程与我国风险承受能力和监管能力相适应。优先推动制度成熟、竞争能力强、客户基础稳固的领域开放,暂缓风险较高或管理机制尚未健全的业务。优先开放不涉及国家安全和金融稳定的环节,再逐步扩展至其他领域,确保资本市场开放在风险可控的前提下稳健推进。

(四)健全宏观配套机制

在资本市场对外开放持续深化的背景下,单一领域改革难以支撑高水平开放的整体推进。“十五五”时期,资本市场的高水平开放需要与汇率形成机制、货币政策框架及人民币国际化进程等宏观政策协同推进,以形成系统性的开放支撑体系,避免因改革步调不一而引发金融风险。

第一,深化汇率形成机制改革。面对资本项目逐步开放带来的新要求,汇率制度需要具备更强的

^① 方意、邵稚权、黄昌利:《资本市场开放与跨境风险传染防控——基于沪港通的经验证据》,《国际金融研究》2021年第9期。

弹性,以更有效地承担国际收支调节和冲击吸收功能。在此基础上,应进一步提高汇率定价的市场化程度,减少常规外汇干预,推动有管理的浮动汇率制度不断完善。

第二,持续推动人民币国际化。提高人民币在跨境支付、投融资、储备资产等领域的使用比例,尤其是在大宗商品贸易、能源合作等关键领域推动人民币计价与结算,将实体经济需求转化为货币国际化的动力。持续完善人民币跨境支付系统等金融基础设施,扩大参与机构覆盖范围,提高清算效率。同时,应深化与主要贸易伙伴及国际金融组织的合作,推动签署和扩展货币互换协议,提升人民币地位。通过提高人民币资产的国际接受度,为资本市场开放提供货币支撑。

第三,加强资本市场开放与财政政策的配合。一方面,财政部门可通过下调证券交易印花税等举措,降低市场交易成本,提升境外投资者的投资获得感。另一方面,通过强化对科技创新、绿色低碳等国家战略领域企业的财政支持,引导更多优质企业上市融资,改善资本市场资产质量。此外,还可完善长期投资的税收激励机制,吸引境内外“耐心资本”入市,为开放构建更稳固的宏观环境。

(五)深化国际合作与规则对接

资本市场的高水平开放离不开深度的国际合作与制度对接。“十五五”时期应在整合国际资源的基础上,以灵活高效的合作机制激发各方积极性,优化我国资本市场的国际化布局与制度环境。

第一,积极参与国际金融治理,逐步增强制度规则层面的影响能力。面向全球金融治理格局调整,应积极推动形成更加公平、开放、包容的国际经济合作秩序,并在跨境监管协调、争议处理、执法协作等方面加快规则对接和制度安排完善。为提升跨境风险处置的有效性,应加强与境外监管部门和相关交易场所的稳定对接,使交易情况、可疑动向和调查信息能够更快传递,从而更早发现并处理短期资金异动带来的问题。此外,还要从广大发展中经济体的实际利益出发,增强提出议题和引导讨论的能力,更多参与二十国集团、金砖合作等国际平台上的磋商进程,扩大我国在国际金融公共事务中的影响力。

第二,推动中外金融机构形成更高水平的协作关系,培育互利共赢的金融合作环境。围绕绿色转型、数字化发展新领域,应支持国内外金融机构加强业务协同和模式创新,提升金融服务的多样性和适配性。具体而言,可依托合资合作、产品联合开发、技术共享和人才互动等方式,增强中外机构之间的业务联系与资源整合能力。同时,应以“一带一路”为重要抓手,稳步推进与相关国家和地区签署金融合作协议,扩大跨境金融合作的覆盖范围。

第三,推动国内金融安排更好融入全球通行做法。可从金融业务开放、监督体系和市场运转规则入手,循序渐进与世界贸易组织、国际货币基金组织等机构相关规则之间的衔接,使国内制度在进入条件、平等对待外部主体等方面更加接近主要发达市场的通常做法。

六、结论及展望

资本市场开放是提升金融体系效率和国际竞争力的重要路径。近年来,我国坚定推进资本市场对外开放,在“十四五”时期取得关键进展,具体表现为境外资本参与中国资本市场的程度提升、境内主体国际化进程加快、证券市场互联互通机制深化、开放模式向制度型开放转变、资本市场国际影响力增强。这一系列成就的取得,得益于我国坚持渐进式开放节奏,统筹开放与安全,坚持多方位和宽领域开放,开放进程紧扣经济社会发展目标。然而,当前资本市场开放仍然存在部分短板,包括开放的广度和深度不足、基础制度与国际标准存在差距、市场稳定的维护难度增大和市场生态建设存在不足等。进入“十五五”时期,应以深化制度型开放为核心目标,多方面协同发力。

第一,拓展开放的广度和深度。拓展跨境合作的主体范围,破除投资的门槛障碍,丰富开放的产品体系,加强金融机构制度型开放,引导外资更好地服务我国发展战略。第二,加强资本市场改革与

制度建设。健全资本市场基础制度,加强法治化建设,在“有效市场”和“有为政府”中寻求平衡,塑造长期投资导向的市场生态。第三,完善风险防控机制。细化实施路径,全面从严监管,加大金融科技在风险识别中的应用力度,优化风险识别策略,稳慎把控开放节奏。第四,健全宏观配套机制。稳步推进汇率市场化改革和人民币国际化,增强财政政策对资本市场开放的支持。第五,深化国际合作与规则对接。通过积极参与国际金融治理提升制度性话语权,通过深化与境外金融机构的协作构建互利共赢的合作生态,加快对接国际高标准金融规则,从而以高水平开放推动经济高质量发展。

总体来看,“十五五”时期推进资本市场高水平开放的核心逻辑在于,在更高水平上实现制度完善、风险治理与市场生态优化。通过完善制度设计提升资本市场成熟度;通过风险治理为高水平开放提供稳定保障;通过塑造公平、透明、高效的市场生态形成对国际资本的长久吸引力。

资本市场开放的推进,对进一步拓展分析视角和深化相关研究提出了新要求。未来资本市场开放的相关研究可以从以下方面进行拓展:

第一,制度型开放的内涵界定与量化识别。现有研究对资本市场开放的分析多聚焦于资本准入安排,对制度型开放的内涵、作用机制及具体实践方式仍缺乏阐释。同时,现有实证研究多考察沪深港通等特定开放举措的市场反应。对制度型开放这一更具综合性和长期性的开放形态,尚缺乏指标界定和因果识别。未来可探索构建能够反映制度型开放程度的可操作指标,并进一步检验制度型开放如何影响宏观经济运行和企业经营行为。

第二,加强对开放条件下风险治理工具及其效果的系统评估。随着跨境资本流动规模的扩大,国内外市场联动性增强,风险传导路径更加复杂,单一政策工具已难以有效应对开放条件下的风险挑战。未来研究有必要在更为系统的框架下,评估宏观审慎政策、跨境资本流动管理以及跨市场监管协调等政策工具的实施效果,分析其在不同开放阶段和不同市场环境下的作用机制与适用边界。

第三,拓展对债券、基金、期货等市场开放的研究。现有研究主要集中于股票市场开放,对债券、基金、期货等市场开放的关注相对不足。不同市场的跨境投资渠道、交易与结算制度、信息披露要求不完全一致,这些差异可能通过影响境外投资者的参与方式与持仓行为、交易摩擦等因素产生不同的市场表现。对不同市场的开放进行研究,有助于更全面地理解资本市场开放的影响,弥补现有文献过度集中于单一市场所带来的认识局限。

第四,丰富资本市场服务性开放的相关研究。既有文献更多聚焦于资本市场的投资性开放,对金融服务业对外开放的研究相对有限。随着金融机构准入限制放松和国际业务范围的拓展,未来可以进一步研究金融机构开放的经济效应,例如外资金融机构准入门槛的放宽将如何通过竞争效应影响国内金融业的效率、创新与稳定性;中资机构国际化进程对自身竞争力与风险抵御能力的作用等。

China's Capital Market Opening-up: Review of the 14th Five-Year Plan and Path Choices for the 15th Five-Year Plan

Hu Haifeng¹ Tian Yidi²

(1. Business School, Beijing Normal University, Beijing 100875, P.R.China;

2. School of Applied Economics, Renmin University of China, Beijing 100872, P.R.China)

Abstract: During the 14th Five-Year Plan period, China's capital market opening-up achieved notable progress, mainly reflected in the rising participation of foreign capital, the accelerated internationalization of domestic listed companies and financial institutions, the deepening of interconnection mechanisms

in the securities market, the shift from partial channel-based opening to institutional opening, and greater international influence of the capital market.

The aforementioned achievements can be attributed to several factors: maintaining a gradual pace of opening-up, balancing opening-up and financial security, pursuing comprehensive opening-up, and aligning the opening-up strategy with economic and social development goals. However, there are still shortcomings in current capital market opening-up. First, the breadth and depth of opening-up are insufficient, as reflected in a low proportion of foreign participation, an unbalanced opening-up structure, and insufficient opening of financial institutions. Second, there remains a gap between China's basic capital market institutions and international standards, as reflected in the limited international comparability of information disclosure, the lack of smooth entry and exit mechanisms, weaknesses in the legal and regulatory systems, and shortcomings in basic trading arrangements. Third, the difficulty of maintaining market stability has increased, as reflected in growing pressure on macroeconomic regulation and market supervision, as well as stronger spillover effects from overseas market fluctuations. Fourth, there are deficiencies in the market ecosystem, including insufficient financial product innovation, an investor structure dominated by retail investors, and insufficient long-term institutional funds.

As the 15th Five-Year Plan period approaches, it is imperative to emphasize the necessity of enhancing institutional openness as a fundamental objective. Firstly, it is imperative to broaden the scope and depth of opening-up. It is imperative to expand the array of participants involved in cross-border cooperation, implement measures to alleviate investment restrictions, enhance the diversity of available financial products, and deepen the institutional openness of the financial services sector. Furthermore, it is essential to align foreign capital with China's strategic economic development plans. Secondly, the capital market reform and institutional building must be reinforced. It is imperative to enhance fundamental capital market institutions and fortify law-based development. Achieving an equilibrium between an efficient market and an effective government is crucial. Furthermore, cultivating and guiding patient capital is essential, as is fostering a market ecosystem that encourages long-term investment. Thirdly, the risk prevention mechanism must be improved. It is imperative to implement a comprehensive and rigorous risk supervision strategy. This entails augmenting the implementation of fintech in the identification of risks, optimizing risk identification methodologies, and meticulously managing the pace of financial liberalization. Fourthly, the enhancement of macro-level supporting mechanisms is imperative. It is imperative to pursue the gradual implementation of market-oriented exchange rate reform and the advancement of RMB internationalization. Concurrently, there is a necessity to fortify the support of fiscal policies for the expansion of capital markets. Fifthly, it is imperative to enhance international collaboration and harmonize domestic regulations with international standards. The enhancement of China's institutional voice is contingent upon active participation in international financial governance. The cultivation of a mutually beneficial cooperation ecosystem is predicated on the deepening of collaboration with overseas financial institutions. The acceleration of alignment with high-standard international financial rules is essential for the promotion of financial stability and regulatory compliance.

Keywords: Capital market opening-up; Financial security; Institutional opening-up; International cooperation; High-quality development of the financial sector

[责任编辑:王苏苏]