

资本市场内在稳定性与长效机制研究

国新证券股份有限公司 马文扬* 黄羽*

资本市场“内在稳定性”概念自2024年年初被提出以来，被数次载入党和政府重要文件。2024年1月22日，国务院常务会议提出，“要进一步健全完善资本市场基础制度，更加注重投融资动态平衡，大力提升上市公司质量和投资价值，加大中长期资金入市力度，增强市场内在稳定性。”今年的政府工作报告又一次提出“增强资本市场的内在稳定性”。4月12日，国务院发布的《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》（新“国九条”）强调“加强交易监管，增强资本市场内在稳定性”。7月18日，党的二十届三中全会通过的《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》提出“建立增强资本市场内在稳定性长效机制”。资本市场内在稳定性，已成为全体市场参与者的核心关切之一，对资本市场发展和高质量发展新格局建设具有重要意义。基于此，本文主要围绕资本市场内在稳定性的涵义与特征、资本市场稳定性建设的前期经验、资本市场内在稳定性的长效机制建设路径等问题展开探讨。

* 马文扬，国新证券股份有限公司市场研究部总经理。

* 黄羽，国新证券股份有限公司市场研究部高级研究员。

一、资本市场内在稳定性的涵义与特征

资本市场内在稳定性当前并未有统一定义。但从资本市场投资实践和当前政策涵义来看，资本市场内在稳定性主要是指资本市场能够在没有或很少外部干预的情况下，自我调节并保持平稳运行的能力。这种稳定性不仅体现在资产价格的相对稳定上，还包括市场结构的稳定、参与者行为的稳定、功能的有效发挥以及对风险的抵御能力等方面，不会因经济波动或政策调整而出现极端波动或系统性风险。一个具有内在稳定性的资本市场能够更好地支持实体经济发展，提高资源配置效率，为投资者提供可靠的财富增值渠道，服务国家重大战略。其应当具备以下关键特征：

一是价格稳定性，资产价格不应出现极端波动，而是基于经济基本面和企业实际价值进行合理定价，资产价格的相对平稳有助于增强投资者信心，促进长期投资。二是功能稳定性，在充分发挥资本市场融资功能、投资功能、风险管理功能等基本功能的同时，通过直接融资功能促进科创型企业发展和新质生产力培育，支持新型举国体制建设等国家重大战略。三是上市公司质量稳定性，上市公司的质量和治理水平是资本市场的基石，通过鼓励优质企业上市，支持市场化并购重组，完善退市制度，淘汰劣质企业，以此来优化整个市场的资源配置效率。四是资金结构稳定性，中长期资金比例应当保持在合理水平，较高且稳定的中长期资金比例能够有效减少交易频率，可以降低市场波动性。五是制度稳定性。一个健全、稳定、连续的制度体系能够有效维持市场秩序，

减少市场失灵，从而更好地维护投资者权益。六是市场调节机制的稳定性，在一个稳定的资本市场中，市场的自我调节机制能够稳定而有效地发挥自我调节作用，不会出现市场失灵。

二、资本市场内在稳定性建设的前期经验

资本市场内在稳定性建设的前期历史经验主要集中在基础制优化、监管改革、短期流动性支持、长期资金引入、金融工具创新等方面。

基础制度优化方面：欧盟通过了一系列立法和监管改革，以促进资本市场的透明度和规范性。例如，修订《上市法》鼓励通过公共市场筹集资金，更新证券交易市场基础设施以减少碎片化并提高透明度。此外还推出了统一公司破产法、建立全欧盟的公司法体系等措施，以增强金融稳定性。美国则实施了熔断机制，暂停异常波动的交易，以防止程序化交易导致的风险。此外，还建立了跨市场的信息系统，帮助监管机构监控市场交易情况并评估实时状况。

金融监管改革方面：2010年美国通过了次贷危机后最大规模的金融监管改革法案——《多德-弗兰克法案》。该法案确立了美联储在系统性风险监管中的地位，并赋予其对一级金融控股公司的认定和监管权利。同时，还建立了金融稳定监督委员会（FSOC），以监视系统性风险并促进跨部门合作。

短期流动性支持机制方面：美联储迅速推出了多个紧急信贷工具，如商业票据融资机制（CPFF）、一级市场企业信贷工具

(PMCCF)等,以支持企业和地方政府获得必要的资金流动性和信贷支持。德国设立了金融市场稳定基金(FMS),以应对金融危机带来的金融市场流动性不足问题。欧盟也设立了欧洲金融稳定基金(EFSF)和永久性的欧洲稳定机制(ESM),以帮助可能陷入债务危机的欧元区成员国。

长期资金引入方面:美国通过养老金体系改革和个人退休账户制度(如401K计划和IRA计划),吸引居民养老金资产流入证券市场。这些长期资金通过共同基金间接进入资本市场,有助于优化投资者结构,培育理性价值投资理念,稳定市场预期和信心。

金融工具创新方面:美国发展了“私募交易平台+直接上市”、SPAC上市等创新IPO模式,降低了企业的上市门槛和成本,提高了资本市场的效率。特别是对于中小企业,美国政府通过放宽证券发行注册豁免的规定,如D规章、144A规章和A规章等,鼓励小型公司通过私募市场融资。

上述相关举措在增强资本市场稳定性、促进经济的长期稳定增长方面发挥了积极作用。

三、资本市场内在稳定性的长效机制建设路径

今年3月6日,吴清主席在十四届全国人大二次会议记者会上阐述了“1个基石+5个支柱”的监管思路,为资本市场内在稳定性长效机制建设奠定了基础。在此基础上,仍有一些方面值得注意:

一是要将资本市场发展与创新新型举国体制相结合,打造适

应新质生产力发展需求的资本市场服务体系。党的二十届三中全会要求“健全因地制宜发展新质生产力体制机制”，“加快形成同新质生产力更相适应的生产关系，促进各类先进生产要素向发展新质生产力集聚”。因此需要建立适应新质生产力的体制机制，促进生产要素向其集聚。这包括加快现代化产业体系建设，特别是战略性新兴产业的发展，以及推动资本市场与实体经济的深度融合，确保 A 股市场能充分反映中国经济的活力与潜力。同时，应推动新兴产业与传统产业的相互赋能和协同发展，避免资金过度集中于热点产业。通过龙头企业的引领，加强资源共享和联合开发，构建产业链上下游的协作体系，形成新兴产业与传统产业的协同发展网络。此外，还需要提升资本市场服务模式的适配性，加速培育优质新质生产力上市公司，对增强市场稳定性至关重要。市场中介机构需深入研究这些企业的特点和需求，丰富金融服务工具，创新金融服务模式，以更好地服务于新质生产力企业的发展。

二是完善资本市场基础制度建设，提升市场自我调节能力。

首先，要强化市场供求、定价和多空交易等价格平衡机制。在供求方面，需引导市场正确认识注册制的包容性与改革进程，加速建立常态化的退市机制，以促进上市公司供需平衡。市场化定价应支持长期投资，通过向公募基金等长期投资者倾斜，确保证券发行定价的稳健性。同时，构建中国特色做市商体系，促进多空力量均衡。其次，在优化市场层次结构上，从建设统一市场的角

度出发，鼓励不同层次市场差异化发展，实现基础制度的一体化，形成各板块间良性竞争与合作。丰富产品体系，特别是增加被动型及指数类产品供给，提供低门槛、低波动的投资选项。此外，改善投资者结构，为社保基金等长期资金入市创造便利条件，加快个人养老金体系建设，并调整相关会计准则与考核标准，减少因净值回撤导致的专业机构被动减持现象，最终形成一个有利于长期投资与市场稳定增长的良好循环。

三是多渠道吸引中长期资金，进一步提升中长期资金占比。

资本市场应优化市场环境，构建“愿意来、留得住”的市场生态，包括完善风险定价机制、丰富风险管理工具和强化监管执法等措施。并通过政策引导，鼓励社保基金、保险资金、养老金等机构投资者扩大资本市场投资范围，并放宽股票投资比例限制。同时，发展权益类公募基金和私募证券投资基金，提高权益类私募资管业务占比，以适应居民财富管理需求。此外，应加强顶层设计，打通社保、保险、理财等资金入市的堵点，形成工作合力。最后，通过政策协同，为养老金、保险资金、银行理财资金等提供有力的支持保障，促进资本市场与中长期资金良性互动，增强市场的内在稳定性和长期投资回报。

四是提高上市公司质量，促进上市公司价值实现。

首先，加强公司治理结构，确保董事会独立性，强化监事会监督职能，建立健全内部控制制度，以提升决策透明度和管理效率。其次，优化信息披露机制，要求企业及时、准确地披露财务状况及重大事

项，增加市场信息对称性，帮助投资者做出合理判断。此外，推动高质量发展策略，鼓励创新与技术升级，支持可持续发展战略，提升企业核心竞争力。同时，完善退市机制，严格执行相关标准，淘汰经营不善或违规操作的公司，净化市场环境。最后，通过激励措施吸引长期资金投资优质企业，如优化分红政策，为股东创造持续回报，进一步稳固股价基础，从而提高整个市场的稳定性。

五是加强市场参与主体的预期管理，减少市场非理性波动。

要积极创造良好的舆论和社会环境，为市场参与主体全面客观解读经济金融数据，稳定市场预期。在宏观调控中，需增强经济与非经济政策间的协调性，避免单一行业政策变动引发资本市场剧烈反应，并及时调整可能引起市场不稳定预期的政策。同时，应重视舆论引导，全面准确地解读宏观经济金融数据，既要正面宣传经济复苏成就，也要客观分析转型过程中的挑战，帮助市场主体建立合理预期。此外，要充分发挥首席经济学家、分析师及专家学者的专业作用，在关键时刻发声，防止个别自媒体观点导致舆论一边倒。对于市场关注的重点问题，应及时公开透明地回应，通过有效沟通增强信息透明度，引导投资者形成全面而理性的认识，从而维护市场的稳定运行。

六是推动市场中介机构发挥市场“稳定器”功能。推动资本市场中介机构发挥“稳定器”作用，不仅需要顶层设计，还需微观主体积极参与。证券公司等机构应优先履行“看门人”职责，提升上市公司质量，畅通市场退出机制，支持多层次资本市场建

设，并增强场外市场对降板或退市企业的承接能力。同时，通过创新产品和服务，提供主动风险管理工具，促进市场稳定。发展低波动交易型产品，推动融资金融向风险金融转型，结合自身风险管理与市场风险防范，共同维护市场稳健运行。