资本市场法治建设思路明晰：包容制度设计 强化投资者保护

证券时报记者 程丹

10月20日，证监会首席律师、法治司司长程合红在2026金融街论坛年会分论坛上，系统阐述了深化金融法治建设、促进资本市场高质量发展的内涵。程合红表示，科学构建以金融法为“基本法律”的现代金融法律体系，证监会正在开展证券法实施效果评估和推进证券投资基金法修改工作。同时，完善证券民事特别代表人诉讼制度，推进落实证券先行赔付制度，更好保护中小投资者合法权益。

构建以金融法为“基本法律”的现代金融法律体系

目前，金融法草案已经全国人大常委会一读审议。程合红表示，有必要按照立法法的规定，将金融法在立法位阶上定位为“基本法律”，并由全国人民代表大会审议通过。这样有利于妥当处理金融法与其他专门金融法律之间的关系，特别是有利于处理好金融法与由全国人民代表大会审议通过的人民银行法，以及正在制定的金融稳定法之间的关系，有利于发挥制定金融法的意义和作用。

在金融领域，除了制定金融法之外，制定修改金融稳定法、人民银行法、商业银行法、银行业监督管理法等已列入全国人大立法议程。程合红介绍，证监会正在开展证券法实施效果评估和推进证券投资基金法修改工作。证券法于2019年修订，至今已6年多，证监会将在深入评估的基础上，研究推进将证券法修改纳入下一届全国人大立法规划。证券投资基金法于2012年修订，许多制度规定已经不适应当前实践需要和政策要求，需要抓紧完善。

完善证券民事特别代表人诉讼制度

自建立证券民事特别代表人诉讼制度以来，投保机构已经提起了6件特别代表人诉讼案件，其中3件已经判决，实际赔付金额超过35亿元，涉及10余万名投资者。

程合红指出，我国A股上市公司数量已超5500家，投资者数量超过2.5亿人，在进一步加强对证券违法犯罪活动的立体追责的防风险、强监管背景下，将会出现更多需要适用这一制度的案件。但目前仅由投保机构一家负责特别代表人诉讼工作，并不能完全适应市场发展和投资者维权需要。金融法草案一读稿明确规定“投资者、投资者保护机构可以依照有关法律规定代表具有同一种类诉讼标的的其他投资者提起诉讼，人民法院作出的判决、裁定，依法适用于原告及其所代表的所有投资者，但明确表示不参与或者退出诉讼程序的投资者除外”，进一步拓展了提起特别代表人诉讼的主体范围，对于更好维护投资者合法权益，更集约、有效地化解证券市场矛盾纠纷、维护市场和社会稳定，具有非常重要的现实意义。

程合红还提出，新“国九条”提出，探索开展检察机关提起证券民事公益诉讼试点。证监会将积极配合有关方面，深入研究探索，努力尽早推动建立具有中国特色的证券民事公益诉讼制度，以充分发挥检察机关职能作用，更好保护广大中小投资者合法权益。

推进落实证券先行赔付制度

近期，证监会就《证券市场先行赔付指导意见》向社会公开征求意见，进一步细化先行赔付运作程序安排，对于主动予以先行赔付、积极修复自身信用与市场生态的主体，在行政许可、行政处罚裁量、诚信监管安排等环节予以考量，促成更多先行赔付案例落地。

“积极推进落实证券先行赔付制度，增强市场自我修复的活力与韧性。”程合红指出，先行赔付制度是我国资本市场参与主体在自愿原则基础上的探索创新。目前广道数字案已经落地，实际赔付7680名投资者，赔付金额1.78亿元，清越科技案先行赔付工作也于近日启动，显示出这一制度高效赔付投资者的优势和潜力。

在发挥中介机构“看门人”作用方面，程合红表示，中介机构在证券虚假陈述民事侵权案件中的连带赔偿责任的明确，目的是通过加重责任形态、倒置举证负担，促使中介机构在执业过程中保持应有的职业怀疑和审慎态度，加大对受害投资者合法权益的正当保护。被损害的投资者可以请求发行人及中介机构中的一个或者多个连带责任人承担全部或者部分的赔偿责任，承担连带责任的责任人不能因内部责任划分而对抗受害投资者的全额赔偿请求，但有权对超越自身应承担部分向其他连带责任人追偿。这一制度是在立足我国实际、借鉴国际实践、听取各方意见基础上，反复研究作出的立法安排，是当前有效的法律规定，在实践中应严格遵照执行。

程合红强调，不宜将这一有利于维护投资者合法权益、有利于促进中介机构勤勉尽责的规定，异化为按份责任、比例责任，削弱对投资者保护的力度，弱化中介机构的“看门人”职责。在坚持落实连带责任法律规定的同时，相关中介机构也要进一步总结经验，完善中介机构勤勉尽责的执业标准，细化核查验证的具体规则，为诚实信用、勤勉履职的中介机构能够因尽责而公平地免责或减轻责任夯实法律基础。

程合红还指出，要依法用好相关法律的原则规定与授权、兜底、但书条款，进一步增强金融法律制度实施中的包容性、适应性。加强金融监管与金融司法协同，维护金融法治公正统一，包括推动完善与金融领域集中统一监管体制相协调的行政诉讼管辖制度；对于因同一基础事实发生的金融刑事、民事、行政案件，研究实行集中统一管辖等。

稳步推出新股市值配售 北交所或迎来增量资金

证券时报记者 刘艺文

10月19日，证监会主席吴清在2026金融街论坛年会演讲中提到，下一步，将稳步推出北交所新股市值配售。受此影响，10月20日，北证50指数一度涨超5%，最终收涨3.88%。受访人士向记者表示，市值配售有利于强化持仓吸引力，加强一二级市场的联动，消除单纯的打新套利现象，降低新股中签门槛，吸引部分中小投资者参与。

申万宏源证券分析师刘靖称，北交所现行新股申购采用“全额预缴+比例配售”的方式，投资者是否获配完全取决于缴款资金量，新股获配具有确定性。随着市场热度提升，一是近万亿冻结资金扰动交易所利率市场，二是随着冻结资金增长、配售比例下降，新股中签所需资金门槛大幅抬升至500万元以上水平。与此同时，配售向持有大量现金的少部分投资者集中，而这批投资者以套利型资金为主。所以，长周期来看，“市值配售”改革存在一定的必要性基础。

记者了解到，北交所打新已经逐步成为低风险现金管理的主要工具之一，甚至衍生出了新股的场外“暗盘”交易。

青波鸣资本董事长习青青向记者表示，北交所市值配售打新的核心目的是把套利资金清理出打新市场，把打新收益优先分配给北交所股票的持股者。现在北交所打新市场的主力以债权性质资金为主，利用资金优势进行打新套利，每年收益可观。这些投资者除了卖掉打新中签的新股外，完全不参与二级市场的交易。

刘靖表示，市值配售制度本质上是将一二级市场挂钩，相当于赋予二级市场投资者新股申购期权，预期的新股申购收益降低了投资者的中长期持股成本，尤其是在取消申购预缴款后，二级市场投资者相当于免费获得了这份期权，对二级市场投资者的积极影响值得肯定，尤其是中小投资者。

对于北交所实施新股市值配售后的情景，分析师也有所预判。开源证券北交所研究中心分析师诸海滨认为，北交所新股市值配售制度将替代现金打新模式，有利于强化持仓吸引力，推动一二级市场良性循环。随着“现金打新”向“持仓打新”转变，打新参与策略需要构建兼顾底仓安全性与打新收益的持仓组合，需要以股息率高、流动性好、波动较低的核心标的作为底仓。

刘靖判断，待市值配售制度正式实施后，对二级市场的实质影响程度取决于配置市值底仓所带来的增量资金规模。短期内，资金流入或将助推低估值、低波动的风格板块；中长期来看，市场仍将回到对基本面趋势的判断上来。

资本市场多维施策 持续提振市场韧性和信心

证券时报记者 程丹

证监会主席吴清近日参加2026金融街论坛年会时，系统阐述对当前资本市场运行态势的看法，部署了下一步资本市场监管安排，明确将以稳市场、深化改革、强化监管、扩大开放为主线，进一步健全投资和融资相协调的资本市场功能，持续提振市场韧性和信心。

多位市场人士认为，政策积极信号，相关制度安排与此前改革举措一脉相承且持续深化，体现资本市场政策的稳定性、连续性，资本市场改革各项部署正从制度设计加快转向落地见效阶段。

稳市场：引入更多增量资金

风平浪静好行船。全力维护资本市场安全稳定，是推进资本市场改革和高质量发展的基础。谈及当前和今后一个时期证监会的主要任务时，“市场稳定”是首要考量。吴清表示，将巩固完善稳市机制建设，扩大中长期资金来源、渠道和入市方式，壮大市场稳定力量。

近期A股波动有所加大。地缘冲突扰动推高全球风险溢价，利率环境复杂化促使资产重定价；加之全球金融市场联动共振增强，股、债、汇跨市场波动联动性提升，多重外部因素共同对市场形成扰动。从证监会召开座谈会释放稳市场信号，到上市公司密集实施增持回购，资本市场稳市机制持续发挥作用。

南开大学金融学教授田利辉指出，增持回购在市场调整期兼具稳定器与信号器的双重功能：增持回购可减少流通盘、提升每股收益和净资产收益率。更重要的是，产业资本以“真金白银”为上市公司内在价值背书，能够有效提振市场信心。

吴清表示，鼓励有条件的上市公司加大回购增持力度，更好回报投资者。同时推动进一步健全适配长期投资的长周期考核机制，拓宽中长期资金来源、渠道和入市方式。

特别是首批18只主动ETF近期获批注册，在推动基金产品创新发展的同时，也为市场引入更多增量资金。易方达投研相关人士指出，主动股票ETF将主动管理的价值发现功能与ETF透明高效的优势相结合，既能降低投资者成本、满足居民多元化财富管理需求，又可增强主动权益基金的吸引力。主动ETF持仓透明、风险敞口清晰的特征，契合中长期资金的配置需求，便于其在市场波动中逆周期布局，增强资本市场韧性。

中金公司研究部国内策略首席分析师李求索表示，中长期资金更加注重企业基本面和长期价值，其占比提升有望在一定程度上削弱短期交易行为对市场价格的扰动，改善市场定价效率，并引导上市公司更加重视经营质量和股东回报。

重改革：提升包容性是关键

在新一轮科技革命和产业变革蓬勃发展的背景下，增强资本市场的向“新”力正当其时。吴清表示，持续深化资本市场包容性改革，落实落细“两创板”改革举措，进一步完善科技企业识别筛选等机制。研究推进多层次市场改革，实施更具包容性、适应性的发行上市、并购重组等制度。

如何推进多层次市场改革？北京大学光华管理学院院长田轩建议，推动形成“新三板—北交所—科创板/创业板”的递进式培育链条。一是完善制度与审核，认可企业在低层级板块的合规经营和信息披露记录，审核重点聚焦企业是否符合拟转入板块的上市条件与板块定位，降低企业成本，并明确转板后投资者适当性过渡安排和限售股份承继规则，保障交易、限售政策的连续性。二是建立降级转板机制，与退市标准联动，实现“能上能下”的动态平衡。三是防控监管套利，对转板申请设置合理观察期和审计要求，防范业绩粉饰、包装板块属性等行为。

吴清强调，将加快推动出台《上市公司监管条例》，健全公司治理、信息披露、投资者保护等制度机制，培育壮大优质上市公司群体。

“市场韧性的根基，在于上市公司自身发展质量的提升。”重阳投资董事长王庆认为，上半年上市公司净利润增速创近三年新高，分红回购规模远超同期股权融资，中国资产作为分散化配置标的的价值正在上升。期待更加包容、适配的资本市场机制安排，鼓励优势企业通过并购整合行业资源、出清落后产能。

强监管：维护三公市场秩序

打造稳定、透明、可预期的监管环境，是护航市场平稳健康发展的关键点。吴清指出，进一步强化制度机制供给，坚决维护公开、公平、公正的市场秩序。

其中近期推出的重要制度之一，就是完善违规减持处罚规则，坚持过罚相当、不枉不纵，细化认定标准，统一行政处罚裁量尺度，强化穿透式监管，更加精准有效打击违规减持行为。田利辉表示，减持新规把隐性的裁量逻辑显性化，使减持主体在实施行为前就能大致预判法律后果区间。其意义不止于惩戒，更在于塑造预期，让大股东、董监高在作出减持决策前算清违法代价，依托“交易”“工具”等手段规避监管的绕道减持空间被大幅压缩。

另一项制度供给——《证券市场先行赔付指导意见（公开征求意见稿）》也于近期发布，规则进一步明确适用主体和实施程序，推动先行赔付依法、便捷、高效开展。李求索指出，这将进一步改善市场公平性与投资者权益保障水平，实现提升制度包容性与强化投资者保护并重，助力培育规范健康的市场生态。

促开放：让跨境投融资更便利

对于资本市场对外开放，吴清表示，将从市场、机构、产品等维度入手，进一步提高跨境投融资便利化水平，不断增强开放制度的吸引力和可预期性。

近年来，资本市场持续推进高水平对外开放，截至10月15日，合格境外投资者（QFII）已达到1018家。特别是《合格境外投资者制度优化工作方案》发布一年以来，QFII资格审批与开户“高效办成一件事”、配置型资金“绿色通道”等准入政策落地，向QFII新增放开ETF期权、债券回购、国债期货等投资品类，可参与交易的期货期权品种已达141个。一系列优化举措收获外资积极评价，外资申请热情高涨。

后续证监会还将提升QFII投资运作便利度，支持境内外机构合作推出更多基于中国资产的指数和产品，支持更多外资机构来华投资展业。落实内地与香港市场“五个协同”合作新模式，加快推进人民币股票交易柜台建设以及REITs纳入沪深港通。

平安证券执行委员会委员杨敬东指出，外资带来的不只是资金，还有产品设计、风控体系与跨境服务领域成熟的体系化经验。这将倒逼国内本土机构加快补强财富管理、衍生品、跨境投行等业务能力，深耕产业服务，更好服务实体经济发展。

政策利率“换锚”不是变相降息

证券时报记者 孙璐璐

中国利率市场化改革行进多年，即将迎来又一个里程碑式进展。中国人民银行本周宣布“将研究择机把央行公开市场主要操作品种的期限切换为隔夜，公开市场隔夜回购利率将相应成为主要政策利率”，被外界看作是对政策利率“换锚”的预告，未来我国的政策利率将从当前的7天期逆回购利率切换成隔夜逆回购利率，意味着央行流动性管理颗粒度从“周”细化为“日”，利率调控的精准性将进一步提高。

不过，市场有观点将政策利率“换锚”解读为变相降息，则失之偏颇。从政策目的看，央行研究切换公开市场操作主力品种，属于货币政策框架改革的一项举措。改革出发点是不断完善利率调控的操作机制，是为了让政策操作与市场运行更加匹配，提高货币政策传导效率，而不是通常讲的货币政策降息加息。

目前银行间市场的资金交易以隔夜为主，占到日均交易量的九成，银行间隔夜回购利率（DR001）作为货币市场交易活跃、最具基准性的利率，代表市场最短端的流动性松紧状况，没有长端的期限风险干扰，信号最及时、最纯粹，适合用来传递央行当前的政策立场。2025年起，DR001取代DR007成为央行货币政策报告附图的代表性利率，表明央行实际上已将DR001利率作为目标利率，将政策利率从7天期逆回购操作调整为隔夜逆回购操作，可以与目标利率期限保持一致，政策利率向市场利率的传导也将更为通畅。

从政策效果看，由于DR001是短期资金交易的起点，其变化会沿着期限结构逐步传导，影响从短期到中长期的收益率曲线，促使不同机构依据自身风险、期限和资本占用进行差异化定价，但这不能简单等同于所有机构的资金定价都会下调。

作为对资金价格边际变化反映最敏感的金融市场，从近期同业存单、中长期债券的利率走势看，债市已在一定程度上提前交易了利率“换锚”预期，后续资金面进一步宽松的空间有限。实体经济中，未来企业、居民的贷款定价基准会更趋多元化，而非仅受DR001影响，贷款市场报价利率（LPR）作为中小微企业、个人贷款的定价基准可继续发挥作用。

我国的利率市场化进程始终循序渐进、徐徐图之，一系列制度设计是一脉相承的，沿袭了向价格型框架转型的思路，市场不宜将央行健全货币政策操作框架的改革之举当作降息来炒作，也不宜据此判断货币政策立场是否发生了变化。

<<上接A1版

前三季度规上工业增加值增长5.3%

近期，国务院办公厅印发《关于加强中小企业回款难问题治理有关工作的通知》，对依法治理中小企业回款难问题作出部署。下一步还将实施人工智能中小企业创业支持计划，指导各地把潜力企业纳入培育范围，“一企一档”动态跟踪、“一企一策”精准帮扶。

此前工信部等四部门就汽车产品创新设计与测试管理公开征求意见，相关监管方向受到行业和市场广泛关注，本场发布会也对此作出进一步阐释。

王卫明强调，安全是汽车企业的生命线与核心竞争力，任何研发活动都要以安全为第一前提，绝不能以牺牲安全为代价。

据悉，工信部将会同相关部门加快编制印发《关于进一步加强汽车产品创新设计和研发测试验证有关管理工作的通知（征求意见稿）》，加快制修订相关标准，强化产品生产一致性监督检查、检验检测机构检查，通过事前准入、事中事后监督检查全链条监管，坚决防范不合理创新设计和未经充分研发测试验证的产品进入市场。

<<上接A1版

据初步统计，民营企业与项目单位开展对接、咨询累计300余次，部分热点投资项目收到20余家民营企业的合作意向，一些项目已取得实质性进展。

“例如，贵州固态电池生产基地项目吸引湖南某民营企业签约投资5000万元，四川铁路物流园区项目吸引北京某民营企业意向投资17亿元。”刘丹表示，下一步，国家发展改革委将打出“政策+项目+场景”协同发力的组合拳，持续破除隐性壁垒，让民营企业放心投；持续强化要素保障，让民营企业投得动；持续推动场景开放，让民营企业多参与。

就宏观经济形势与政策安排，国家发展改革委国民经济综合司副司长左刚表示，按照党中央、国务院决策部署，国家发展改革委将会同有关部门及时出台实施增量政策，推动存量政策与增量政策协同发力，发挥好宏观政策集成效应，努力实现“十五五”良好开局。

一方面，进一步增强存量政策实施效能，协同推进“十五五”规划、“六张网”实施方案重大工程项目开工建设，逐项梳理未开工项目前期工作进展，加强要素保障，提高审批效率，协调有关方面加快投放新型政策性金融工具资金，并在核电、水电、水利重大项目中引入民间资本；另一方面，及时推出务实管用的增量政策，抓好近期已出台的降低抵押补充贷款利率、增加再贷款额度、居民购房贷款贴息、金融支持服务业发展等增量政策的实施，推动尽快落地见效，同时做好经济监测预警和政策预研储备，根据需要及时出台新的增量政策，确保经济运行保持在合理区间。

关于扩大内需，左刚表示，今年以来，内需拉动经济增长的主动力和稳定锚作用持续发挥，前三季度内需对经济增长的贡献率达74.8%。国家发展改革委正研究制定扩大内需战略实施方案（2026—2030年），并将加快推动印发实施。下一步，将坚持惠民生和促消费相结合，大力提振消费，促进新能源汽车、智能产品等商品消费，扩大养老、托育、文化演艺、体育赛事等服务消费；坚持投资于物和投资于人紧密结合，积极扩大有效投资；完善扩大内需体制机制，促进供需高效畅通循环。