资本市场

稳资本市场意义重大

财金纵横

李华林

作为牵一发而动全身的枢纽，资本市场的稳定运行历来意义重大。放到当下，这种重要性更是前所未有地凸显。

从市场体量看，资本市场的地位“与日俱重”。当前A股市场拥有5500多家上市公司，总市值突破100万亿元，新经济领域公司数量、营收、市值占比均超过一半。现阶段的资本市场，已经不仅仅是一个投资交易场所，更是科技创新的“发动机”、产业升级的“推进器”。

立足经济发展全局，资本市场的作用不可替代。中国式现代化全面提速，“十五五”时期要推进发展新质生产力、构建新发展格局、建设现代化经济体系等任务繁重，目标高远，每一场硬仗都离不开创新资本的加速集聚、金融资源的优化配置，都离不开一个稳定资本市场的有力支撑。

资本市场稳不稳，是信心稳不稳、预期好不好、经济循环畅不畅的重要变量，事关国家创新体系整体效能，事关高质量发展全局。

经济发展动能转换，需要资本市场发挥稳定的枢纽功能。过去一段时期，我国经济增长主要依靠房地产、基础设施建设和传统制造业拉动，银行间接融资是主要资金供给渠道。如今，新质生产力成为经济增长的主引擎，新兴产业、未来产业加速崛起，其轻资产、高风险、长周期的特征，需要更直接融资的支持。融资需求结构切换，对资本市场功能提出更高要求，能否更高效地定价、更精准地配置资源、更稳定地引导预期，直接关系新旧动能转换的节奏与成色，影响产业转型升级的速度与质量。

新一轮科技革命奔涌向前，需要资本市场展现稳定的陪跑耐力。以人工智能为代表的前沿技术加速突破，从科技创新到产业变革的边界更加模糊，大规模、大体量、大投入的特点更加突出，资本市场独特的风险共担、利益共享机制，更契合这种新的创新规律，更能陪伴企业跨越创新的“死亡之谷”。这也意味着，资本市场需要在制度稳定性、包容性、适应性上实现更大的突破。否则，一个内在韧性不足、缺乏长期资金锚定的市场，既难以承载科技企业高成长伴随的高波动，也难以形成对创新价值的合理估值定价，更谈不上托举企业从技术领先走向产业领跑。

在激烈国际竞争中赢得战略主动，需要资本市场积蓄稳定的托举力量。当今世界，科技竞争已成为大国博弈的主战场。谁能在人工智能、新能源、生物医药等关键领域占据领先地位，谁就能掌握未来发展的主动权。这场竞争不仅是技术之争、人才之争，更是资本之争、生态之争。国际经验反复证明，全球性科技领军企业的成长，几乎无一例外地依托于一个稳定运行、高度活跃的资本市场。正因如此，当前全球主要资本市场都在加快改革，着力引导资本、资源向创新领域集聚。此时强调我国资本市场“稳”的发展，正是立足大国科技竞争格局作出的战略安排，是塑造长期发展优势的深远之举。

经济转型在爬坡，科技竞争在提速，大国博弈在加剧，越是滚石上山，越需要一个稳而活的资本市场。从这个意义上来说，稳资本市场，就是稳创新，就是稳未来。

本版编辑 郭子源 翟子豪 美 编 倪梦婷

下阶段货币政策发力点明确

□ 本报记者 勾明扬



近期，中国人民银行发布《2026年第三季度中国货币政策执行报告》（以下简称《报告》），系统总结今年上半年货币政策执行情况，分析国内外经济形势。《报告》指出，今年以来，我国经济保持平稳运行，呈现动能向新、结构向优的发展态势。中国人民银行继续实施适度宽松的货币政策，综合运用多种货币政策工具，为经济持续向好向优创造适宜的货币金融环境。

业内认为，《报告》结合当前国内外形势变化，以及未来长期部署方向，释放出一些新信号、新提法，指明下阶段政策发力点，成为引导金融支持实体和影响市场走势的风向标。

货币政策接续发力

“今年以来，中国人民银行把货币政策调控与货币政策框架转型结合起来，综合施策，先后几轮推出一揽子政策和改革举措，充分体现了适度宽松的货币政策立场。”东方金诚首席宏观分析师王青表示。

具体来看，今年年初，中国人民银行靠前发力，推出多项政策支持“十五五”良好开局。今年1月份，下调结构性货币政策工具利率0.25个百分点，增加多项结构性货币政策工具额度，创设1万亿元民营企业再贷款，拓展部分结构性货币政策工具适用范围，为实体经济转型发展营造了适宜的货币金融环境。

今年年中，中国人民银行改革完善货币政策操作框架，优化短端利率调控机制。在6月份举行的2026陆家嘴论坛上，中国人民银行行长潘功胜宣布了一系列改革完善货币政策框架的举措，包括增加隔夜逆回购，收窄临时隔夜正、逆回购利率区间等。一系列改革举措迅速落地，短端利率调控机制更加完善。10月底，中国人民银行对外宣布将公开市场主要操作品种的期限切换为隔夜。每个工作日开展隔夜逆回购操作，采用固定利率、数量招标方式。南开大学金融学教授田利辉认为，这是完善短端利率调控机制的重要举措，有利于更好引导货币市场利率围绕政策利率平稳运行。今年前9个月，货币市场隔夜利率（DR001）均值为1.34%，总体运行更加平稳。

三季度以来，中国人民银行进一步加大对重点领域的支持力度。9月末，在年初下调结构性货币政策工具利率的基础上，进一步下调抵押补充贷款利率0.25个百分点，将“六张网”建设纳入抵押补充贷款支持范围，同时继续调整完善多项结构性货币政策工具，增加科技创新和技术改造再贷款与支农支小再贷款额度，加力巩固经济稳中向好态势。11月初，召开支持资本市场两项工具座谈会，并宣布加力实施股票回购增持再贷款政策。

在多轮政策的接续发力下，适度宽松的货币政策持续显效。一方面，金融总量增速继续高于名义GDP增速。截至10月末，社会融资规模存量为469.16万亿元，同比增长7.2%；广义货币（M_2）余额359.06万亿元，同比增长7.1%。另一方面，贷款利率保持低位。10月份企业新发放贷款加权平均利率约为2.9%，比上年同期低约0.2个百分点。此外，信贷资金投向也在不断优化。近期发布的金融机构贷款投向统计报告显示，前三季度，工业中长期贷款同比增长5.6%，普惠小微贷款同比增长6.7%，绿色贷款同比增长13%，涉农贷款同比增长5.6%，科技型中小企业贷款同比增长20.1%，均高于全部贷款增速。

中国民生银行首席经济学家温彬认为，接下来，应继续发挥存量政策与增量政策的集成效应，加大逆周期调节力度，加力扩大内需、优化供给，努力完成全年经济社会发展目标任务。

重视长期趋势变化

随着我国经济总量增长，近年来，银行体系创造的存款货币也相应增长，存款的结构变化一定程度能够反映国民经济循环的状况，市场非常关注“钱去哪了”。为此，《报告》回应市场对存款规模及结构变化的关注，引导市场理性看待短期内各部门间存款资金流动，重视长期趋势性变化。

银行存款是M_2的主要组成部分，是由银行投放贷款、增持债券等资产扩张行为创造出来的。存款创造出来后，对于银行来说是一笔债务，对于存款人来说是一笔债权，也就是说，存款的所有权属于存款人，其支配、使用以及由此引起的存款在不同部门之间的流通由存款人决定。

《报告》指出，从银行存款的结构看，有多个维度。按持有主体，可以分为居民存款、企业存款、机关团体存款、财政性存款、非银行业金融机构存款等。存款在不同主体之间的流通，也就是通常所说的“钱去哪了”，能够反映国民经济循环的状况，主要取决于企业、居民、机关团体等微观主体的投资、消费等意愿和行为。按持有期限分类，主要可以分为活期存款和定期存款。活期存款和定期存款的相对变化，一定程度上能够反映资金循环的活跃程度，也与货币政策周期、金融结构等相关。此外，银行存款还可分为境内存款和境外存款，体现境内主体和境外主体持有存款的情况，目前我国境外存款规模相对较小。

“银行存款结构变化受经济结构、金融结构、经济周期等多种因素影响。”田利辉分析，近年来我国存款结构呈现出对公存款占比相对较高、非银行业金融机构存款增速较快、居民和企业存款趋于定期化的特征。这背后有企业和居民存款更多分流用于配置股票、债券、理财、资管等金融产品，再回流银行形成大量非银行金融机构存款的原因。同时，企业、机关团体、非银行业金融机构等定期存款比较多，也在一定程度上反映了企业、居民的投资消费意愿。

管理工具日渐丰富

我国非银行业金融机构存款增长较快，从深层次看，反映了近年来我国融资结构的变化、直接融资的加快发展，也与公众金融知识普及、理财意识进一步增强有关。近年来，我国债券市场持续发展，基金、银行理财等非银机构持有的债券规模和市场影响不断增大。为应对极端情况下非银机构的系统性流动性风险，10月份，中国人民银行宣布设立债市非银大额赎回互换便利。

为了让公众更好了解这项新工具，《报告》通过专栏的形式对工具进行了详细介绍，并在下一阶段货币政策主要思路中提出“拓展丰富中央银行宏观审慎与金融稳定功能，丰富完善工具箱，加力实施支持资本市场的两项货币政策工具，用好债市非银大额赎回互换便利，维护股票、债券、外汇等金融市场平稳运行”。温彬认为，这释放了维护金融市场平稳运行的积极信号；同时，结合近日债市信用风波，新工具的设立也反映出央行对债市负反馈和系统性流动性风险的前置防范，是当前宏观审慎管理的重要增量。

“我国正逐步构建覆盖股市与债市的非银流动性支持宏观审慎管理工具体系。”田利辉表示，在市场出现流动性风险的特殊情况，非银机构面临投资者赎回、机构抛售债券、债券估值下跌、赎回加剧的负向螺旋。国际上，一些央行已探索在极端市场情况下向非银机构提供流动性。近年来，随着我国直接融资和非银机构的快速发展，中国人民银行也在加快完善非银流动性支持宏观审慎管理工具体系。

2024年10月，为应对股票市场大幅波动下证券、基金、保险的流动性压力，央行创设证券、基金、保险公司互换便利，并推出股票回购增持再贷款，两项支持资本市场的工具，对稳定市场运行起到了重要作用。2026年10月，央行再度宣布设立债市非银大额赎回互换便利，用于资管机构在面临群体性流动性风险、债券市场出现系统性压力的特定情景下为理财子公司、公募基金（或对应母行、证券母公司）提供资金，使其能够定向购买债券或产品份额，以阻断“赎回—抛售—净值下跌—再赎回”的负反馈。

温彬认为，债市非银大额赎回互换便利与证券、基金、保险公司互换便利相互配合，协同构建起覆盖股市与债市的非银流动性支持宏观审慎管理工具体系，有助于解决市场内在稳定性不足的结构性和机制性问题，提升资本市场整体抵御外部冲击的能力，更好筑牢金融安全网。

需要明确的是，债市非银大额赎回互换便利的设计和使用，也有着明确的规则与纪律约束，在防范系统性流动性风险的同时，也要避免道德风险。王青表示，债市非银大额赎回互换便利工具设计遵循了仅在特定情景使用、面向机构法人操作、坚持借贷债权关系等原则，强调仅在资管机构面临群体性流动性风险的特定情景使用，为有序调整资产、市场恢复正常运行争取时间，从而打破大额赎回到被动抛售资产的负面循环。同时，工具要求申请的非银机构对债券市场具有系统性影响，满足金融市场审慎管理要求，并有合格的抵押品。作为一项特定情景的宏观审慎管理工具，在债市流动性恢复后即安排退出，最大程度避免了机构对工具形成依赖。

理财公司加快扩

本报记者 王宝会

近日，银行业理财登记托管中心发布的《中国银行业理财市场季度报告（2026年三季度）》（以下简称《报告》）显示，截至2026年三季度末，全国共有147家银行机构和32家理财公司有存续的理财产品，共存续产品5.43万只，存续规模35.37万亿元，同比增加10.08%。

作为持牌金融机构，理财公司专注于资产管理业务，近年来投资范围及策略逐步拓宽，以更好地满足投资者的多元化需求。目前理财公司市场存续规模占比已超九成，成为理财市场的主力。

《报告》显示，2026年三季度，理财公司持续拓展母行以外的代销渠道，其中1家理财公司的理财产品仅由母行代销，31家理财公司的理财产品除了母行代销，还打通了其他银行的代销渠道。除了母行代销，2026年9月全市场有710家机构跨行代销了理财公司发行的理财产品，较去年同期增加127家。

深耕下沉市场是理财公司拓宽代销渠道的重要方向，且与中小银行之间的代销合作日益频繁。浙江农商联合银行辖内龙游农商银行副行长金炳彪表示，中小银行加快与持牌理财公司合作，依托本地网点渠道，通过代销现金管理类、低波“固收+”等理财产品，完善代销理财产品矩阵，既有效满足了县域居民的理财需求，又有助于增加中间业务收入。

理财公司与中小银行在代销理财业务上的“双向奔赴”，本质上是金融资源互补与市场需求适配。苏商银行特约研究员薛洪言认为，对理财公司而言，中小银行凭借其深耕区域市场的网点优势和本地客户基础，能有效帮助理财公司突破母行的渠道局限，触达更广阔的下沉市场。在净息差收窄的背景下，县域中小银行引入专业理财团队，通过代销模式丰富产品货架，有效提升了自身资产配置能力与风险管控水平，进而推动了理财市场从“母行依赖”向“多元分销”转型，通过双方在客户服务与风险管控上的协同，形成了“产品专业化+渠道本地化”的双赢格局。

目前，中小银行加速布局代销理财渠道的主要动因源于双重压力。业内专家表示，一是监管政策驱动，《商业银行代理销售业务管理办法》进一步强化代销规范，叠加监管要求，未设理财子公司的中小银行逐步压降自营理财业务，倒逼其通过代销模式填补中间业务收入缺口；二是存款利率下行促使中小银行将代销理财作为弥补非息收入的关键途径，并通过代销模式丰富产品货架、稳固县域客群。

今年以来，部分含权理财产品的净值出现回撤，在理财市场波动的背景下，中小银行代销理财也面临诸多困境。普益标准研究员董丹浓表示，一方面，国有大型商业银行和全国性股份制商业银行在理财市场占据主导地位，中小银行在品牌、客户基础等方面处于劣势；另一方面，中小银行在风险控制和投资研究能力上相对薄弱，且在理财业务的专业人才和技术支持上较为欠缺，对业务拓展造成一定影响。

随着代销渠道下沉，接下来，中小银行承接并做好代销理财应从多方面扩展和优化县级以下客群业务。董丹浓表示，一是加强理财知识的教育和普及，提高投资者的理财意识和风险意识；二是加强金融科技应用，通过手机银行、网上银行等数字化渠道，降低运营成本，扩大服务覆盖面；三是精简服务流程，同时完善风险管理体系，确保理财产品稳健运行，持续夯实投资者信任基础。

AI创作不容变换名头偷税

本报记者 董碧娟

随着AI视频、AI写作、AI音乐、数字人直播等新业态不断涌现，一个问题备受关注：AI创作者的收入该如何纳税？国家广播电视总局数据显示，今年前8个月，全国上线微短剧43万部，是去年全年的13倍，其中AI剧超九成，凸显了当前人工智能生成内容（AIGC）迅猛的发展势头。

南京大学商学院教授王亮亮表示，AI创作者的收入主要源于平台创作分成、定制创作服务费、提示词与模型训练服务费、数字人主播运营收入等。判定这些收入性质的关键，在于创作者是否以“经营”的方式开展活动。

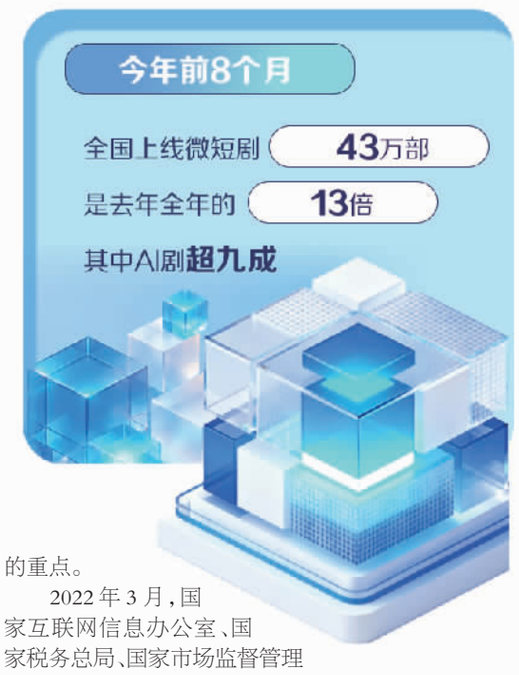
如果创作者个人独立从事AI创作活动，未登记个体工商户或个人独资企业，且收入主要依赖个人技能和劳动，通常应按“劳务报酬所得”或“特许权使用费所得”计税；如果创作者在市监部门登记了个体工商户或工作室，有固定经营场所、雇用人员且持续经营，收入具有明显经营性特征，则应按“经营所得”计税。

“收入性质依法判定后，成本费用扣除规则也随之确定。”王亮亮介绍，按照个人所得税法及其实施条例规定，劳务报酬所得和特许权使用费所得执行法定比例减除费用规则，不按实际发生的创作支出据实扣除。因此，若AI创作者实质符合劳务报酬所得情形，AI工具订阅费、算力服务费、算力租赁费等各项创作成本支出，均不得在预扣预缴、年度汇算等环节据实扣除。若AI创作者实质符合经营所得情形，与生产经营有关的合理支出，如AI工具订阅费、算力服务费、算力租赁费、数字人制作服务费等，可在计算应纳税所得额时扣除，但必须取得合法有效凭证。

“纳税义务取决于有偿交易的经济实质，与收入冠以何种名目、置于何种主体并无关系；试图通过设立主体、变换名头等来转换收入性质，既逃脱不了增值税纳税义务，也规避不了个人所得税。”王亮亮介绍，实务中，一些AI创作者通过注册多个个体工商户或“空壳”工作室，将本应属于劳务报酬的收入转换为经营所得，违规适用核定征收，这与税务部门此前查处的网络主播“转换收入性质”偷税行为本质相同，是严重的涉税违法行为。

数字人主播是AIGC的重要应用场景，运营模式主要有三类：一是企业自营，数字人由企业员工操作，直播收入归企业所有，企业依法缴纳增值税和企业所得税，员工取得工资薪金；二是多频道网络（MCN）机构签约运营，数字人形象归MCN机构所有，幕后的“中之人”（虚拟主播、数字人背后的真人操纵者或扮演者）按签约关系取得工资薪金或劳务报酬；三是个人运营，数字人由个人自主运营，直播收入归个人所有。

“无论哪种模式，核心原则是‘谁取得收入谁纳税’。”南京审计大学会计学院教授马德林说，在现行法律框架下，数字人本身不具有独立法律主体资格，一般不能作为纳税义务人，其收入必须归属于实际控制或运营的法律主体，并由该主体承担相应的纳税义务。一些MCN机构利用数字人主播的“虚拟”特性，将收入分散到多个空壳主体或个人账户中隐匿收入，或通过虚构数字人制作成本虚列支出，都是当前监管的重点。



2022年3月，国家互联网信息办公室、国家税务总局、国家市场监督管理总局联合发布的《关于进一步规范网络直播营利行为促进行业健康发展的意见》明确，网络直播发布者开办的企业和个人工作室应按规定设置账簿，对其原则上采用查账征收方式计征所得税。数字人主播作为网络直播的新形态，同样适用上述要求。