

(2010) 中国证券市场发展 前沿问题研究

中国证券业协会 编



中国财政经济出版社

中国证券市场发展 前沿问题研究

(2010)

中国证券业协会 编

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国证券市场发展前沿问题研究. 2010/中国证券业协会编. —北京: 中国财政经济出版社, 2011. 5

ISBN 978 - 7 - 5095 - 2872 - 3

I. ①中… II. ①中… III. ①证券市场 - 研究 - 中国 - 2010 IV. ①F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 081234 号

责任编辑: 裴兰英

责任校对: 徐艳丽

封面设计: 李运平

版式设计: 董生平

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100142

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

涿州市新华印刷有限公司印刷 各地新华书店经销

787×1092 毫米 16 开 44 印张 809 000 字

2011 年 5 月第 1 版 2011 年 5 月涿州第 1 次印刷

定价: 88.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 2872 - 3/F · 2435

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

本社质量投诉电话: 010 - 88190744

中国证券业协会 2010 年度科研课题研究成果

评审专家委员会

主 任:

黄湘平 中国证券业协会

会长

副主任:

陈自强 中国证券业协会

副会长兼秘书长

钟蓉萨 中国证券业协会

副秘书长

(以下排名不分先后顺序)

一、初评专家 (共 49 人)

陈晓升	上海申银万国证券研究所有限公司	总经理
徐 刚	中信证券股份有限公司	研究部董事总经理
汪异明	海通证券股份有限公司	研究所所长
丁安华	招商证券股份有限公司	研究总监
强 莹	华泰证券股份有限公司	研究所所长
梁宇峰	东方证券股份有限公司	研究所所长
柴宗泽	安信证券股份有限公司	金融工程部负责人
王国平	中国银河证券股份有限公司	研究部负责人
范辛亭	长江证券股份有限公司	金融工程部主管
周金涛	中信建投证券有限责任公司	研发部负责人
何诚颖	国信证券股份有限公司	总裁助理
董 晨	宏源证券股份有限公司	研究所所长
龚云华	齐鲁证券有限公司	研究所总经理
姚兴涛	上海证券有限责任公司	副总经理

刘 刚	国金证券股份有限公司	研究总监
孟建军	华泰联合证券有限责任公司	副总裁
丁 俭	中国建银投资证券有限责任公司	金融工程总监
李风华	广发证券股份有限公司	发展研究中心副总经理
银国宏	东兴证券股份有限公司	研究所所长
朱 戎	东海证券有限责任公司	研究所所长
高俊芳	中航证券有限责任公司	研究主管
王 卫	第一创业证券有限责任公司	副总裁
何媛媛	光大证券股份有限公司	研究所副所长
胡文洲	中银国际证券有限责任公司	研究部联系主管
詹露阳	平安证券有限责任公司	财务总监
周小金	中原证券股份有限公司	监事会主席
李唤工	渤海证券股份有限公司	副总裁
俞 杰	东莞证券有限责任公司	研究所副所长
孔庆龙	中国民族证券有限责任公司	副总裁
张宗新	东北证券股份有限公司	研究所所长
张冠宇	华林证券有限责任公司	总裁助理
王明德	国都证券有限责任公司	研究所所长
张广宏	华安证券有限责任公司	部门经理
樊廷让	山西证券股份有限公司	副总裁
黄燕铭	瑞银证券有限责任公司	研究部董事总经理
吕立新	信达证券股份有限公司	研发中心总经理
林浚清	财通证券有限责任公司	研究所所长
李 康	湘财证券有限责任公司	副总裁
任少华	东吴证券股份有限公司	副总裁
李迅雷	国泰君安证券股份有限公司	首席经济学家
颜克益	兴业证券股份有限公司	研究所总经理
高 利	华创证券有限责任公司	研究所所长

张 南	易方达基金管理有限公司	督察长
陈星德	上投摩根基金管理有限公司	督察长
唐世春	信诚基金管理有限公司	督察长
刘传葵	宝盈基金管理有限公司	督察长
李 文	汇添富基金管理有限公司	督察长
余礼冰	长城基金管理有限公司	研究部副总经理
白仲光	长盛基金管理有限公司	金融工程部总监

二、终审专业委员会（共36人）

黄红元	中国证监会机构监管部	主任
聂庆平	中国证监会机构监管部	巡视员
欧阳泽华	中国证监会上市监管部	副主任
洪 磊	中国证监会基金监管部	副主任
瞿秋平	中国证监会协调部	主任
祁 斌	中国证监会研究中心	主任
赵山忠	中国证监会办公厅	副主任
王东明	中信证券股份有限公司	董事长
王开国	海通证券股份有限公司	董事长
冯国荣	申银万国证券股份有限公司	总裁
何 如	国信证券股份有限公司	董事长
杨 鹁	招商证券股份有限公司	总裁
陈 耿	国泰君安证券股份有限公司	总裁
徐浩明	光大证券股份有限公司	总裁
李建勇	广发证券股份有限公司	总裁
高良玉	南方基金管理有限公司	总经理
赵学军	嘉实基金管理有限公司	总经理
崔 伟	吉林大学	教授
张长虹	上海万国测评咨询有限公司	董事长
林义相	天相投资顾问有限公司	董事长

钱 卫	中银国际证券有限责任公司	总裁
宋丽萍	深圳证券交易所	总经理
马东浩	中国证券投资者保护基金公司	执行董事
胡汝银	上海证券交易所研究中心	主任
杨 欣	上海证券交易所投资者教育部	总监
何德旭	中国社科院数量经济与技术经济研究所	党委书记
邹民生	上海证券报	首席编辑
孙念瑞	中国证监会协调部	综合处处长
张雪春	中国人民银行研究局《金融研究》编辑部	主任
丁志杰	对外经贸大学金融学院	院长
廖 理	清华大学经济管理学院	副院长
陈自强	中国证券业协会	副会长兼秘书长
钟蓉萨	中国证券业协会	副秘书长
潘志坚	中国证券业协会发展委	主任
袁 熙	中国证券业协会投资者教育办公室	主任
王晓国	中国证券业协会发展委	副主任

黄湘平会长在中国证券业协会科研课题 研究成果年度颁奖大会暨证券研究 工作座谈会上讲话

(代序)

(2010年5月26日)

各位代表：

上午好！

首先，我代表中国证券业协会，向在2009年度中国证券业协会科研课题研究成果评审中获奖的40个报送单位、191名研究人员和3个最佳组织奖单位表示最热烈的祝贺！向在2009年度中国证券业协会科研课题研究成果评审中，付出辛勤劳动的初评委员会和复评委员会的各位专家表示最诚挚的谢意！有了您们的共同参与，中国证券业协会科研课题研究工作在过去一年实现了平稳发展。

中国证券业协会科研课题研究工作是证券行业的一件大事。我们每年都要召开专题会议，总结上年度科研课题研究工作，表彰获奖研究人员和报送单位，交流工作经验和研究成果，分析证券研究工作面临的最新形势，研究部署本年度科研课题研究工作。

今天，我想就证券研究工作谈几点看法，供大家讨论。

一、证券研究工作必须不断适应证券行业改革发展的新形势

过去一年，开展证券研究工作的市场环境、行业状况和制度机制发生了显著变化。我国资本市场成为全球资本市场的一大亮点，准确把握重启新股发行的时机，积极拓展资本市场优化资源配置的方式和

渠道,市场功能得到较好恢复;积极稳妥推出创业板,多层次资本市场体系建设取得历史性突破;有效利用境外市场资源,支持企业境外上市和境内机构发展跨境业务,巩固和拓展了市场发展空间;国内股市在全球市场中率先回升,从2008年11月开始,早于国际主要市场回暖,与我国经济回升的态势基本吻合,市场运行与宏观经济更趋协调;资本市场改革发展情况好于2009年年初预期,在国际金融危机蔓延深化、市场大幅调整波动、市场维稳任务异常繁重的情况下实现了重大发展。

作为资本市场的重要组成部分,我国证券行业合规经营意识显著增强,风险防控能力和规模实力明显提高。截至2009年年底,106家证券公司总资产2.03万亿元,全年实现利润932.71亿元、同比增长93.51%,能够实现盈利的证券公司占比从2008年的89%上升至98.11%;证券公司在行业规模、业务布局、治理结构和监管制度等方面基本具备了一个相对完整的现代金融行业形态,打造了基本完整的保荐上市、证券承销、证券经纪、财务顾问等证券产品供给线,以及证券自营、资产管理、基金代销、投资咨询等证券产品需求线,全面实施了客户交易结算资金第三方存管、保荐人内部质量控制制度、资产管理和自营业务的账户报备和监控制度等制度保障的服务规范,初步形成了符合《公司法》要求的现代企业制度、《证券公司治理准则》要求的内部制衡机制和《证券公司合规管理试行规定》的合规管理制度,构建了按照分类结果分配监管资源的分类激励机制和以《证券法》、各类部门规章、规范性文件与较为完善的自律规则的法律法规体系,多层次约束从业机构与人员的资格准入、行为规范和主要业务环节,规范运作水平显著提升。

正是这些基础性制度建设和总体稳健的财务状况,使得我国证券业在社会经济发展方式转变、结构调整以及资本市场健康运行的形势下,推出实施了一系列改革措施。融资融券和股指期货已经顺利推出,场外市场建设和国际板也在紧锣密鼓地准备实施。这些改革措施推出实施后,我国资本市场的运行机制和模式将发生重大变化,并与成熟

的资本市场接轨和融合。也就是说，一方面，我国资本市场不断向广度和深度延伸；另一方面，也加速推进了全球一体化的进程。我们必须与时俱进，适应资本市场和证券行业改革发展的新形势和新要求，改进和深化研究工作，既要研究中国资本市场特色，又要研究全球化形势下我国借鉴成熟市场发展经验与可行路径。我们也要特别清醒看到，2010年将是中国经济最为复杂的一年，各种不确定、不稳定的因素增多。世界经济复苏基础脆弱与国内经济增长内生动力不足并存，各国经济刺激政策退出时机、力度和形式很难一致，国际大宗商品价格和欧元等主要货币汇率的波动正在加剧，国家信用危机不但没有解决，而且有蔓延之势，有可能影响全球经济的二次探底。我国资本市场上市公司业绩、市场流动性和投资者预期的不稳定、不确定因素很多，这些因素相互交织、相互作用、此长彼消，导致证券行业发展中的“两难”问题增多，开展中介代理的保荐、交易、投资、咨询、理财等存量业务，既要坚持市场细分、发展好个性服务，又要紧跟市场变化、选择好市场时机；参与融资融券试点与股指期货交易等增量业务，不但要设法抓住机会、改善盈利模式，而且要全力管控高杠杆、高风险；发展跨境业务，不仅要筛选境外市场，争取“用市场换技术”、“以资金换技术”，消化吸收再创新，同时要立足国内市场，不断增加市场影响力和国际话语权，培育自主创新的核心竞争力。应对这些挑战，不仅需要依靠积极投身资本市场改革，创新差异化、个性化和特色化服务模式来解决我国证券行业长期以来存在的资产规模偏小、盈利模式单一、同质化竞争、创新能力不足等问题，而且需要充分发挥人才密集优势，集中行业智慧，优化研究管理机制，形成智力支持行业自我规范和自我发展的长效机制，研究解决行业重点、难点、热点问题，增强行业改革发展的软实力和整体竞争力。

二、把服务好证券行业的改革发展作为证券研究工作的立足点和出发点

我国证券研究与证券市场相伴而生，并随市场发展成长壮大。从

1996年君安证券开始行业公司研究,1997年华夏证券设立专门研究部门起,一批证券公司、投资咨询公司、基金公司、保险机构、QFII等机构组建了专业研究队伍,研究部门逐步被纳入券商整个业务流程。据中国证券业协会问卷调查,截至2009年年底,106家证券公司有88家设立了研究部门,占证券公司总数的83.02%;证券分析师总人数2592人,分析师超过50人的研究部门有14家,分析师最多的申万研究所有179人。研究领域逐步拓展为宏观经济、行业分析、上市公司研究和投资策略研究,2009年共发布研究报告100767份,平均每个分析师发布39份,发布研究报告最多的申万研究所10113份。证券研究业务和分析师的地位有所提升,规模较大的或有外资背景的证券公司研究部门通过卖方报告服务基金等外部机构,研究成果被市场和社会认同;中小券商的研究部门撰写研究报告服务于内部经纪、投资银行、自营、资产管理等多项业务,成为各项业务的重要支撑。证券研究从成本中心跃居为利润中心,2009年证券公司基金分仓佣金63.6亿元,同比增长48.8%。其中,分仓佣金超过亿元的有13家,分仓佣金最多的中信证券为4.4亿元,最少的银泰证券也有9.5万元。研究实力和服务水平已经成为券商争夺市场份额的核心要素。2009年分仓佣金靠前的十大券商市场占比50%,租用研究实力雄厚的中金公司和中信证券交易席位的基金分别达240只和232只。所有这些表明,证券研究发挥了加速证券信息传递、提高资本市场效率,增加佣金市场份额、提升证券公司核心竞争力,提供个性化投资策略、专业服务中小投资者等多重功能,已经成为资本市场不可或缺的重要组成部分。

在看到证券研究形成现实生产力的同时,我们要清醒地认识到证券研究的专业水平有待提高、业务布局相对失衡、制度建设相对滞后、监管机制缺乏激励的矛盾还很突出。主要表现在:证券研究整体水平还有待提高,原创性研究不足,转载、摘录、组装、集成的成果还比较普遍,发现内在价值和引导价格形成的功能没有得到充分发挥;证券研究商业化发展迅速,片面追求卖方业务、增加佣金分仓,不愿投入较多的人力物力服务自身经纪散户、证券理论和证券技术的研究需

求，忽视了可持续发展；证券研究业务欠缺规范，证券公司研究部门独立性有待提高，证券研究业务与其他业务利益冲突还缺乏有效隔离；证券研究尚未纳入分类监管评价体系，缺乏做优做强的有效监管激励。当前和今后一段时期，证券研究要集中解决好提升现实生产力、突出重点、难点问题和可持续发展问题。

（1）不断提升证券研究的现实生产力。证券公司经过3年综合治理以及近几年常规监管的持续努力，全面落实基础性制度建设，全面提高证券公司的规范化运作水平，消除了持续性、普遍性的违法违规问题，服务规范有了基本制度保障。证券行业正处在进一步发展的战略机遇期，持续发展、业务转型上升为主要矛盾。现阶段，证券公司靠天吃饭的格局没有根本改变，佣金收入仍是证券公司主要收入来源，做大做强经纪业务现在是、将来一段时期仍将是证券公司的主要经营目标和政策取向，各项业务服从和服务于佣金收入将是当前乃至今后一段时期的主流业态和价值取向，依靠对内研究服务稳定现有经纪客户、通过卖方研究业务争取基金的佣金分仓、组合个性化研究服务多品种的增值经纪业务，已经或正在成为券商研究业务的三个发展方向，要求证券研究成为证券内在价值的发现者，通过求真务实的科学精神、原创性研究以及相应的基础建设和制度安排管理好证券的价格预期；不断优化证券研究品牌，形成市场公信力和定价话语权，成为市场价格形成的引导者，大力发展证券公司现实生产力。

（2）科学统领当前证券研究的工作重点。2010年是中国经济最为复杂的一年，影响我国资本市场上市公司业绩、市场流动性和投资者预期的不稳定、不确定因素很多。我国资本市场推出了一系列改革创新措施，资本市场的运行机制和模式与成熟市场的差异正在逐步消除，市场的有效程度正在提高，内在价值形态和价格形成机制的不确定性增加，市场运行的波动时点和波动幅度分析正在上升为研究工作的重中之重。

为此，2010年证券理论和证券技术要重点研究以下问题：一是及时跟踪国际金融市场的发展动态，特别是主权债务危机、主要市场救

市政策退出、美国金融监管改革等重大事件的演变趋势、传导途径、传导机制和应对策略研究。二是加强宏观经济运行态势的分析,包括各种物价指数走势研究,货币政策工具运用的趋势分析,资本市场传导当前经济政策的路径和程度研究,资本市场与房地产市场、外汇市场互动关系研究,证券价格波动对实体经济影响程度和影响机制研究。三是强化上市公司融资行为和公司治理研究,包括上市公司财务状况研究,信息披露的质量分析,整体上市、分拆上市行为研究,创业板上市公司创新风险的监测研究。四是加强资本市场的运行研究,包括新股发行价格形成机制研究,融资融券、股指期货影响 A 股市场的途径和幅度研究,股票市场系统风险预警技术研究,扩大融资融券试点的政策研究,创业板直接退市制度研究。五是加强对证券行业改革发展研究,包括证券公司资本监管体系研究、证券行业压力测试研究、投资者适当性制度研究、证券研究业务评价研究。

(3) 合理确定证券研究的工作格局。证券研究简单分为基础理论研究、行业发展研究、满足各类投资者需求的能够创造商业价值的商业研究。商业研究正在成为券商研究业务的配置重心和选题重点,关乎资本市场和行业长远发展的证券理论和证券技术研究,研究周期长、见效慢,会员单位、研究人员对此缺乏内在动力、参与积极性不高,出现了走过场、甚至抄袭现象,需要引起全行业的高度重视,有组织地引导市场主体加大投入,营造商业研究、证券理论和证券技术研究均衡发展格局,实现证券研究的可持续发展。

三、不断加强证券理论和证券技术研究的基础性制度建设

中国证券业协会高度重视证券理论和证券技术研究的基础性制度建设,从 1999 年开始中国证券业协会课题研究工作,以组织境内最先进、最实用的证券理论和证券技术研究为目标的,坚持不懈地走过了 11 年,形成了一整套参考选题发布、课题申报和立项、研究成果提交、评审、公示、颁奖、研究成果推介等工作制度和程序,在一定程度上满足了会员单位尤其是中小券商,提升证券理论和证券技术

研究水平、扩大证券理论和证券技术研究品牌、选拔优秀证券理论和证券技术研究人才的需求，已经成为中国证券行业证券理论和证券技术研究工作具有立项和评选的唯一全能平台，发挥了不可替代的作用，会员单位的期望值有所提升。

为了更加贴近行业，2010年3月25日，中国证券业协会在江苏省苏州市召开了2010年科研课题选题工作座谈会，8家证券公司、1家高校和1家媒体的代表参加了会议。与会代表对协会课题研究工作规模近两年发展很快、背对背的公正评审机制、年度参考选题对中小券商的指导作用等给予了充分肯定，并就改进协会课题研究工作提出了建议：主要要求协会课题研究工作获奖成果纳入中国证监会的证券公司分类评价指标体系给予加分、坚持基础性的研究定位、重新划分研究课题的类别、增加策略研究报告评选、增加评委的人数、评委构成更加多样化、加强研究板块之间的互相沟通、增加研究成果为政策制定提供参考的机会等。会后，中国证券业协会认真分析会员单位内在需求，全面梳理协会课题研究工作的各项制度机制，深入研究《新财富》最佳分析师评选活动，观察分析上海证券交易所、深圳证券交易所的同类研究工作，初步形成了改进协会课题研究工作基本思路和主要措施。

中国证券业协会课题研究工作的基本思路是：以组织境内最先进、最实用的证券理论和证券技术研究为目标，以一整套参考选题发布、课题申报和立项、研究成果提交、评审、公示、颁奖、研究成果推介等工作环节为平台，为证券公司各条业务线的研究成果通过研究所归口上报立项、参加评选的方式进行展示，通过开展证券公司研究业务排名评价等方式争取纳入分类监管加分等政策为突破口，丰富研究内容、完善制度机制为抓手，不断更新研究选题，丰富研究方法，完善评委组成等制度机制，提高基础性证券研究的前瞻性和实用性，不断提高证券行业的基础性研究水平，促进证券行业的核心竞争力不断提升。

贯彻中国证券业协会课题研究工作的基本思路，其实质就是要建

立证券理论和证券技术研究的参与适当性制度,通过立项准入和质量检测把好研究力量的“入口关”;建立研究选题适当性制度,依靠公开征集制度和参考选题制度把好研究领域的“基础关”;建立评委适当性制度,选好用户代表和实行考核机制把好研究成果的“出口关”;建立管理适当性制度,依靠研究成果选拔奖励制度和纳入分类监管加分制度把好研究水平的“提高关”。

2010年要重点做好以下工作:一是建立立项准入和质量检测制度,规定会员自主申报限额,不鼓励高校搭车申报。同时,建立质量检测制度,引入清华大学开发的学术不端查询系统,从源头上阻止抄袭剽窃行为。二是改革研究成果的初评机制,增加初评评委数量,由排名前40位的研究所所长以及协会投资银行、经纪委员会,融资融券、证券公司专业评价专家委员会,基金评价机构中选择部分专家作为初评评委;保留现有终审评价制度,终审专家适当增加监管专家和院校专家,减少协会副会长及理事专家;形成充分发挥民主机制、主要由研究机构投票初评出入围名单,充分运用集中机制、由终审专家评选出获奖成果,实行市场机制与集中管理的有机结合。三是建立评委考核制度,在实行匿名网上申请、网上评审、网上公示,确保了申报人与评委、评委与评委之间的物理隔离,在减少感情评审、利益评审基础上,增加评委考核制度,按照评委打分结果与最终结果相关系数排序,设立最佳评委奖项和淘汰制度,增加激励和约束措施。四是尝试推进投资策略报告评选,2010年先试点,通过观察结果后决定2011年是否采用;将现有评审系统中的“其他类”改名成“投资策略报告类”,与其他研究成果一样进行评审,以此作为管理证券研究产品、整体研究水平的一个切入口。

目 录

证券市场运行类

- 一等奖 (3)
我国 A 股市场系统风险预警指标体系研究
..... 杨维华 王 伟 张志强 温 渤 黄德龙 (3)
- 二等奖 (53)
股指期货对 A 股市场波动性的影响及传导机制
..... 周小全 邓淑斌 张 青 李 建 林豪杰 (53)
异常交易的评判标准及监控方法研究
... 张爱民 王 博 姚炳书 韩曙光 马跃飞 李志高 (81)
- 三等奖 (117)
创业板与主板的流动性比较研究 (摘要)
..... 付佐民 欧阳晓辉 黄 鹤 陈文倩 (117)
A 股市场系统性风险的预警指标体系研究 (摘要)
..... 何媛媛 蔡万科 许 雯 (119)
A 股市场系统性风险的预警指标体系研究 (摘要)
..... 任少华 包卫军 孙成涛 杨 军 袁 理 (121)
消费风险与资产收益: 基于中国股市的实证分析 (摘要)
..... 马俊生 赵 成 袁华涛 (123)
中国 A 股市场有效性实证研究——过滤器效应和
移动平均线法则在中国 A 股市场的应用 (摘要)
..... 许冬石 梅 林 孔庆龙 赵大晖 (125)

金融产品创新类

- 一等奖 (129)
我国中小盘股指期货指数选择与合约设计研究
... 朱 丹 戴欢欢 张丽丽 秦 斌 王过京 朱涵明 (129)

二等奖 (153)

中央对手方机制防范系统性金融风险的原理研究

..... 李 新 周琳杰 高 清 杨玉明 (153)

股指期货标的指数选择及定价机制研究

..... 向威达 姚 宁 李志萍 (184)

三等奖 (206)

筛选融资融券标的的证券的指标体系及其实证研究 (摘要)

..... 马金良 程志田 陈里达 沈中华 张孝岩 (206)

数量化投资在 A 股市场的应用——基于 Alpha 策略的应用

研究 (摘要) 张银旗 倪 浩 张林林 田 冲 (208)

非线性衍生产品的定价与对冲机制研究 (摘要)

..... 马龙官 王 峥 张 舜 张霖涛 (210)

基于中美比较的我国信用债市场最优发展路径与对策研究

(摘要) 武助慧 邱胜娥 苏 治 罗 林 (212)

新股发行价格形成机制研究 (摘要)

..... 梁建敏 吴 江 (213)

上市公司类

一等奖 (217)

全球战略并购定价问题研究

..... 崔智生 庄学能 李福志 李众敏 王 鹏 (217)

二等奖 (242)

证券市场并购重组中的博弈——基于支付方式的视角

..... 李国旺 曹 桓 余宝山 顾 言 黄晓鹏 (242)

上市公司“大小非”减持的实证研究——来自减持时机及

盈余管理的角度

..... 强 立 于旭辉 李光青 (261)