

上海證券交易所 研究報告

2016

【下卷】

吳 清◎主編

黃紅元 張冬科 闕 波◎副主編



上海證券交易所
SHANGHAI STOCK EXCHANGE

上海證券交易所 研究報告

2016

【下卷】

吳 清◎主編

黃紅元 張冬科 闕 波◎副主編



上海人民出版社

图书在版编目(CIP)数据

上海证券交易所研究报告.2016.下卷/吴清主编.

—上海:上海人民出版社,2016

ISBN 978-7-208-14154-4

I. ①上… II. ①吴… III. ①证券交易所-研究报告
—中国 IV. ①F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 261276 号

责任编辑 吴书勇

封扉设计 人马艺术设计·储平

上海证券交易所研究报告 2016

(下卷)

吴清主编

世纪出版集团

上海人民出版社出版

(200001 上海福建中路 193 号 www.ewen.co)

世纪出版集团发行中心发行 上海商务联西印刷有限公司印刷

开本 720×1050 1/16 印张 21.5 插页 4 字数 390,000

2016 年 11 月第 1 版 2016 年 11 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-208-14154-4/F·2417

定价 65.00 元

总 序

纵观近代世界经济发展史,国家层面的竞争常常集中表现为经济和金融的竞争。特别是在经济金融化与金融全球化的背景下,各金融中心的竞争日益激烈,资本市场的竞争力和发达程度俨然已成为一国竞争力的重要标志。

改革开放以来,我国社会主义市场经济体制不断完善,国民经济高速增长,经济总量持续扩大,对外开放不断深化。当前,我国已成为世界第二大经济体。在全球金融秩序重塑的背景下,无论是从全球竞争角度,还是从国家战略层面来看,我国资本市场都必须积极作为、有所作为,努力成为有力支持国家改革发展、高效配置国内国际资源的重要载体。过去 26 年,我国资本市场在改革中发展,在曲折中前进,由小到大、由弱变强、由不规范到逐步规范,发生了历史性变化。在这一过程中,作为我国资本市场运行的核心枢纽,上海证券交易所发挥了重要作用。当前,上海证券交易所改革发展正站在一个新的历史起点上。上海证券交易所将在中国证监会党委领导下,与广大会员一道,认真履行组织市场、监管市场、发展市场的重要职责,致力于将上海证券交易所建设成为一线监管有力、风险防范到位、服务能力突出、管理运作科学、优秀人才辈出的世界级交易所。

创新发展,研究先行。建设世界级交易所,需要有一流的研究队伍、一流的研究能力、一流的研究成果。面对资本市场新一轮改革开放,面对市场发展不断出现的新情况、新问题、新任务,我们必须矢志不渝地增强研究能力,提升研究水平,贡献具有前瞻性、引领力的研究智慧,从而准确把握改革发展的脉搏和趋势,在时代浪潮中抢占先机、赢得主动,推动交易所更好地发挥自身的功能和作用。

长期以来,上海证券交易所高度重视研究工作和研究队伍建设。目前,上海证券交易所设有资本市场研究所作为专门的研究部门。上海证券交易所资本市场研究所按照“围绕中心、服务大局”的理念(即围绕全局性、前瞻性、引领性研究,服务上海证券交易所中心工作和我国资本市场建设大局),聚焦证券市场重大基础性、战略性和前瞻性问题,开展长期、深入研究,取得了一批丰硕的研究成果,在业界产生了积极影响。为更好地发挥交易所研究工作的独特优势,扩大交易所研究成果的影响力,努力成为市场发展战略的规划者、先进金融知识的传播者和各类市场疑

惑的解惑者,我们精心挑选出近三年的优秀研究论著,编辑出版《上海证券交易所研究报告 2016》(上卷、下卷、博士后专辑)。

这套丛书以我国资本市场改革发展为主线,展现了上海证券交易所近年来的改革和发展历程,突出反映了上海证券交易所作为资本市场组织者和一线监管者的所思、所想、所谋。同时,这套丛书还从不同角度探讨了资本市场发展的前沿问题,体现了上海证券交易所资本市场研究所的工作成果和研究水平,书中大量的数据和观点有助于我们更加全面、深刻、准确地认识我国资本市场的发展进程和内在规律。

这套丛书具有十分鲜明的特点。第一,开放性。在研究思路上,丛书坚持多元化、开放式的分析思路,既有宏观研究,又有微观剖析;既有理论探讨,又有实证检验;既有横向比较,又有纵向梳理,从多维度、全方位深入研究资本市场相关重大问题,从而使丛书更具代表性。第二,专业性。在研究方法上,丛书采取比较严谨规范的现代学术研究方法、研究工具以及现代经济金融理论,对资本市场领域相关重点问题进行抽丝剥茧式剖析与专业性研究,从而使丛书更具专业性与权威性。第三,前沿性。在研究选题上,丛书着重研究资本市场领域的相关热点与重点问题,但又不拘泥于此类问题,同时力图跟踪全球资本市场发展的前沿问题与最新动态,与全球资本市场发展保持同步,从而使丛书更具前瞻性。

我希望,以这套丛书的出版为契机,上海证券交易所资本市场研究所能够牢记使命、脚踏实地、守正出奇,坚持“选题前瞻、方法专业、思想开放”的研究风格,将自身打造成为特色鲜明、引领发展、与世界级交易所相匹配的专业化高端智库,力争形成一批具有战略性和全局性意义、有突破且能落地的决策咨询内参,产出一批具有公信力、影响力和知名度的研究成果,培育一批用实功、出实招、求实效的专业研究人才,为上海证券交易所迈向世界级交易所目标,为我国资本市场长期稳定健康发展,提供强有力的智力支持和人才保障。

在《上海证券交易所研究报告 2016》即将付梓之际,抚卷作此文,以为序。



上海证券交易所理事长

2016年10月

目录

1	第一篇 宏观与国际视野
3	美国金融结构变迁及影响因素分析
25	全球证券交易所行业发展五大新趋势
42	境外证券交易所市场内部分层的经验及借鉴
57	境外市场如何反思股灾——以《戴维森报告》和《布雷迪报告》为例
76	境外市场股灾救市策略研究
91	第二篇 市场运行与改革
93	股票市场“牛长熊短”运行机制研究
115	以史为鉴,从监管角度构建市场“慢牛”格局 ——从美国 2000 年科技股泡沫看当前证券监管
127	注册制下降低企业上市成本的建议
139	VIE 监管规则的最新发展及影响分析
153	美国证券转售限制制度的基础问题研究
165	注册制下新股定价制度研究
181	第三篇 产品与交易机制
183	场外配资业务运作模式与风险研究
193	ETF 流动性服务商评价体系优化研究

- 214 融券日内回转交易影响及监管建议
- 231 基于大数据的沪市舆情及热度指数研究
- 250 存托凭证运行机制及发展概况研究

265 **第四篇 公司治理**

- 267 定增重组之辨:涨幅还是业绩?
- 282 警惕“员工持股”变“员工炒股”
——上市公司员工持股计划现状、问题及建议
- 293 适应新型股权激励机制,鼓励新兴企业上市
- 307 承认双层股权结构,适应新型公司治理实践
- 327 警惕高转增成为“泛市值管理”的工具

第一篇 宏观与国际视野

美国金融结构变迁及影响因素分析

史婧祎

内容提要

美国金融市场通过长期发展,形成了以直接融资为主的相对稳定的金融结构。其金融结构主要特点,一是金融相关比率在金融自由化后快速提升,二是金融机构和居民部门是主要的金融资产持有者,三是直接融资占据主导地位。

本文分别梳理了银行、债券、股票和保险市场的变迁过程,并将主要影响因素总结如下:

第一,银行体系的主导地位逐步被取代。分业经营和金融自由化弱化了银行体系主导地位。利率管制下,大量存款主体将资金从商业银行撤出,银行业出现了严重的“脱媒”现象。居民持有存款资产比例的大幅降低。

第二,债券成为最主要的信贷工具。私人部门融资需求增长,借贷手段从间接融资向直接融资倾斜,而随着 PPP 项目和市政收益债券的兴起,政府部门也重新开始依赖债券融资。债券市场规模由此稳步增长,成为美国最主要的融资工具。

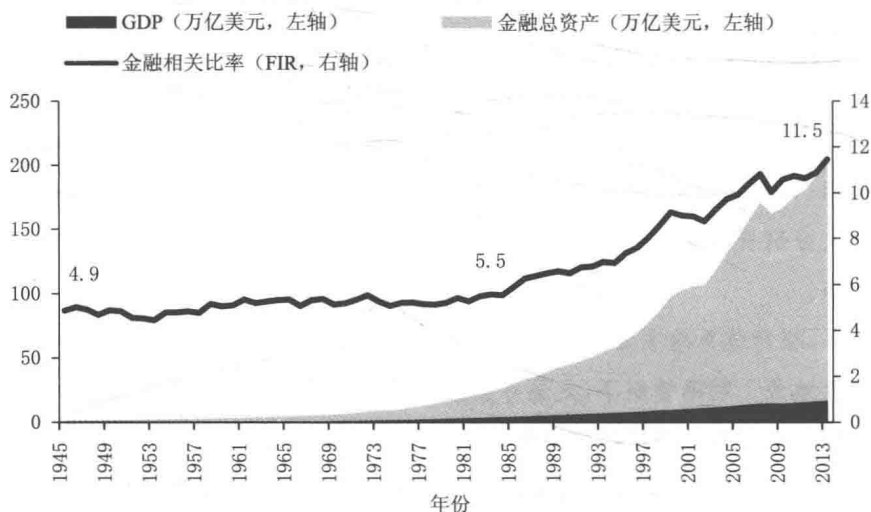
第三,股票市场逐步建立“牛长熊短”格局。资本市场立法不断完善和监管机构监管职能有效行使提升了股票市场的效率。多层次资本市场建设满足了不同类型企业的融资需求。以共同基金为代表的机构投资者迅速崛起,彻底改变了市场的投资者结构,奠定“牛长熊短”的基础。

第四,养老金成为主要的保险机构。得益于立法的完善和税收优惠政策的不间断推出,美国社会保障计划和私人养老金制度逐步健全。401(K)计划和 IRA 等私人养老金制度,成为美国养老保障体系的中坚支柱。美国居民资产配置中,保险和养老金已经为第二大资产。

一、美国金融结构的变迁

本文将追溯美国二战后至今金融结构变迁的历程,分别从金融资产与国民财富的结构、在不同部门间、不同金融工具间和不同金融机构间的分布等方面梳理美国金融结构的特点和变化趋势。

第一,金融资产与国民财富的结构方面,作为国际领先的成熟市场,美国金融相关比率(FIR,金融总资产与国内生产总值的比率)较高。二战后至 20 世纪 70 年代,美国 FIR 基本保持不变,从 1945 年的 4.9 缓慢上升至 1985 年的 5.5。在金融自由化进程后,随着金融监管的放松和资本市场服务实体经济效率的提升,金融市场迅速发展壮大,金融相关比率快速上升,2013 年达到 11.5。

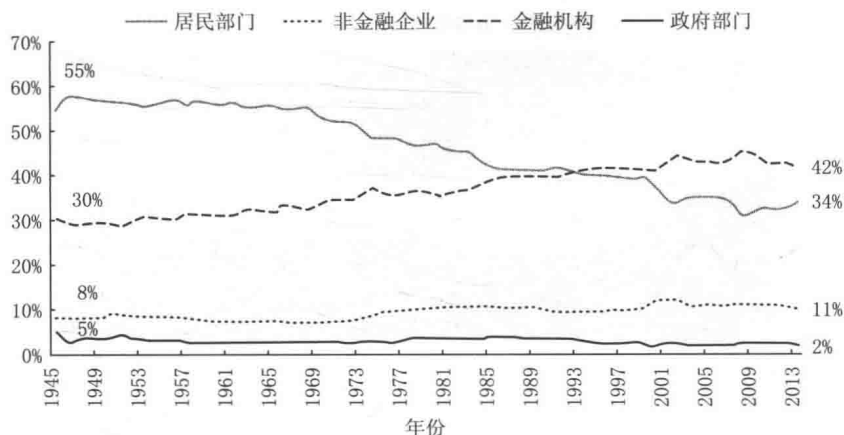


资料来源:美联储资金流量表。

图 1 1945 年至 2013 年美国金融相关比率

第二,金融资产在不同部门间的分布方面,金融机构和居民是主要的金融资产持有部门。金融自由化之前,居民部门是主要的金融资产所有者,金融结构受居民投资和储蓄等资产配置需求的影响较大。金融自由化进程后,金融机构快速发展,于 1994 年超过居民部门,成为金融资产的主要持有者,金融机构业务创新和发展对金融结构的影响较大。

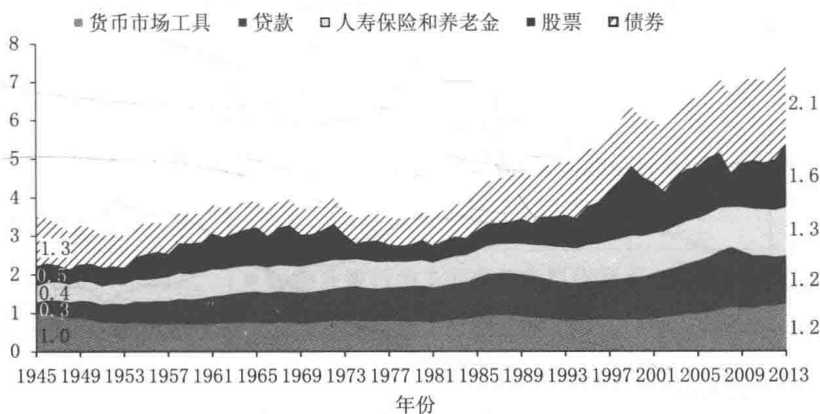
第三,金融资产在不同工具间的分布方面,债券和股票市场规模最大,2013 年资产规模占 GDP 的比例分别为 2.1 和 1.6。二战后,债券市场规模占比下降,并在 20 世纪 80 年代前并未出现显著增长,金融自由化进程后,才开始快速增长。股票



资料来源:美联储资金流量表。

图2 1945年至2013年美国各部门金融资产分布

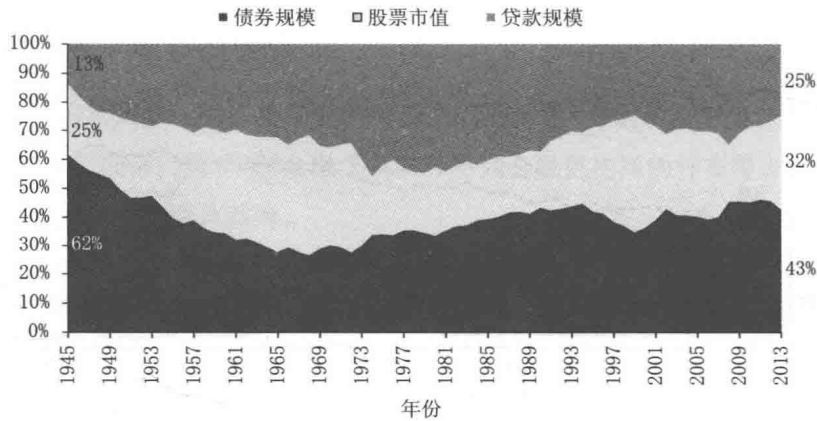
市场波动较大,在股市低迷和危机期间,资产缩水严重。人寿保险和养老金工具总资产占GDP比例从1945年的0.4稳步增长至2013年的1.3。贷款规模占GDP比例从1945年的0.3稳步增长至2013年的1.2,并在2008年全球金融危机期间增速加快。2013年货币市场工具总资产占GDP比例为1.2,自1945年以来波动相对较小。



资料来源:美联储资金流量表。

图3 1945年至2013年美国主要金融工具资产占GDP比例

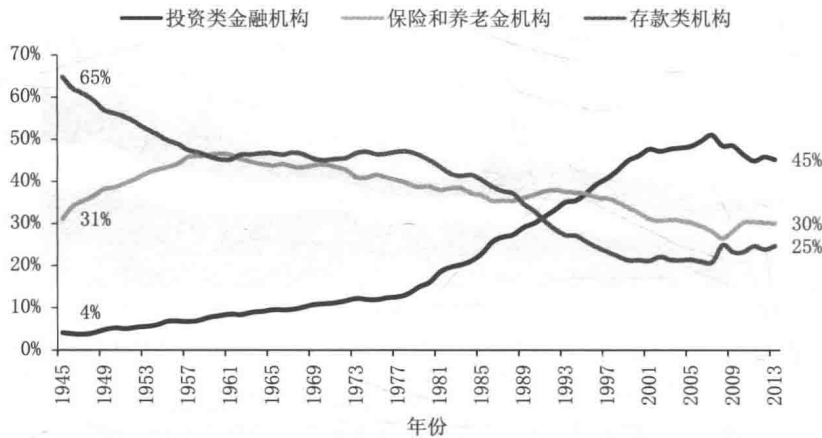
第四,信贷市场融资规模分布方面,债券和股票等直接融资始终占主导地位,2013年占信贷市场融资规模的比例分别为43%和32%。以银行贷款为主的间接融资规模相对较小,2013年占信贷市场融资规模比例为25%,远低于直接融资比例。二战后至20世纪70年代,贷款规模和股票市值出现了显著提升,挤压了债券融资规模占比。金融自由化进程开始之后,债券融资规模出现回升。



资料来源：美联储资金流量表。

图4 1945年至2013年美国信贷市场融资规模占GDP比例

第五，金融资产在不同金融机构间的分布方面，存款类机构的主导地位逐步被投资类机构所取代(具体分类详见附录)。二战后，以银行为主的存款类机构资产占比的持续下滑，主要是由于受到20世纪40至50年代来自保险和养老金机构的挤压，以及20世纪70年代以后来自投资类机构的挤压。20世纪90年代，投资类机构终于超过存款类机构、保险和养老金机构，成为美国市场上最重要的金融机构。

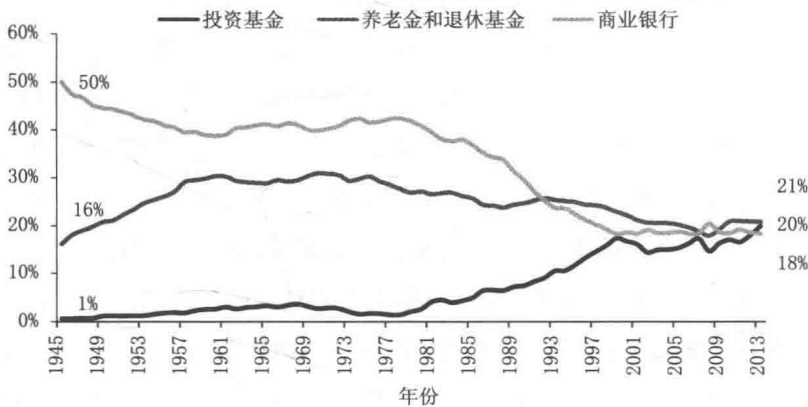


资料来源：美联储资金流量表。

图5 1945年至2013年美国三类金融机构资产分布

具体而言，养老保险和退休基金、投资基金和商业银行是美国规模前三的金融机构。二战后，随着社会保障计划和私人养老金制度的完善，养老保险和退休基金的资产规模占比快速增长，尽管在两次金融危机中出现了严重缩水，但2013年占

全部金融机构资产的比例仍达到 21%，是美国规模最大的金融机构。金融自由化进程后，共同基金、封闭型基金、ETF 基金等投资基金开始快速增长，到 2013 年占全部金融机构资产的比例达到 20%，成为美国第二大金融机构。二战后，商业银行的资产规模占比持续下降，但在 2000 年的互联网泡沫破灭和 2008 年的全球金融危机中，商业银行的资产规模占比均出现了明显的短暂回升。



资料来源：美联储资金流量表。

图 6 1945 年至 2013 年美国主要金融机构资产占比

综上所述，1945 年至 2013 年的美国金融结构变化的特点可以总结为以下四个方面：（见表 1）

表 1 1945 年至 2013 年美国金融结构变化特点

	主要特点总结	主要变化趋势
银行体系	● 主导地位逐步被取代	● 以商业银行为主的存款类机构资产占金融总资产比例大幅下降 ● 居民部门持有存款资产比例下降 ● 贷款占信贷市场融资规模比例下降 ● 金融危机期间，存款类机构占比有所回升
债券市场	● 成为最主要的信贷工具	● 金融自由化之前，债券市场规模占 GDP 比例有所下降 ● 金融自由化之后，债券市场快速扩容，成为信贷市场规模最大的融资工具
股票市场	● 建立“牛长熊短”格局	● 股票市场直接融资规模超过间接融资规模 ● 投资类机构资产占金融总资产比例快速提升 ● 共同基金、养老金等机构投资者超过居民部门成为股票市场的主要投资者
保险体系	● 养老金成为主要的保险机构	● 养老金规模持续增长，成为主要的保险类机构 ● 股权和共同基金份额投资比例较高，受市场危机影响较大

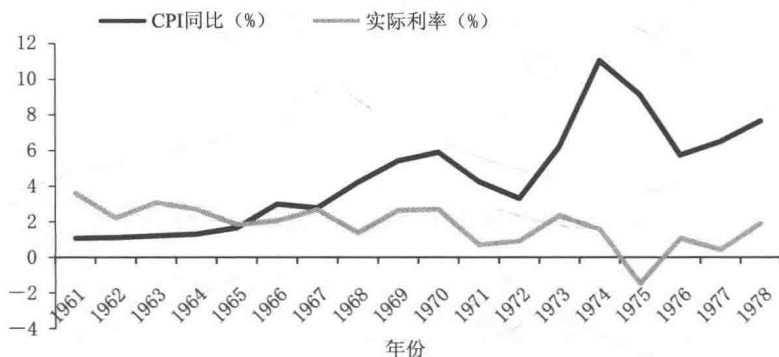
二、美国金融结构变迁的影响因素分析

(一) 银行体系

1. 分业经营和金融自由化, 弱化银行体系主导地位

分业经营和严格管制弱化银行业主导地位。1921年至1929年, 美国经济危机初露端倪, 期间共有1.4万家银行倒闭, 加剧了之后的经济大萧条。1933年, 美国国会通过了《银行法》(即《格拉斯——斯蒂格尔法案》), 对银行业发展进行严格管制, 并开创了商业银行、投资银行、保险公司和储蓄机构等分业经营的时代。由于经营范围受到严格管制, 二战后至20世纪60年代的二十多年中, 美国商业银行的数量仍保持在30年代大危机后的1.5万家左右。

利率管制加速金融脱媒。1933年《银行法》禁止商业银行对活期存款(30天以下)支付利息, 并通过《Q条例》对储蓄存款和定期存款利率的最高限额进行管理。管制下的存款利率大幅低于通胀率, 导致大量存款主体将资金从商业银行撤出, 银行短期存款规模占总负债的比例持续下降, 美国的银行业出现了严重的“脱媒”现象。



资料来源: WIND 资讯。

图7 1961年至1978年美国CPI和实际利率水平

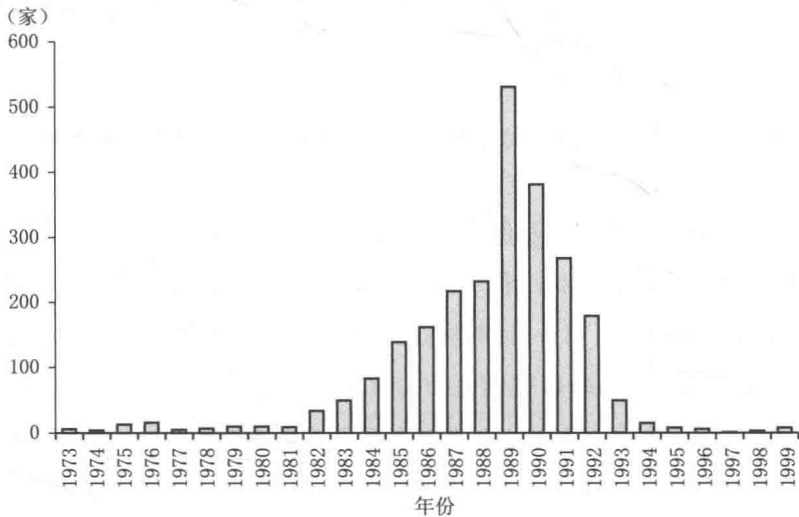
金融脱媒倒逼利率市场化。1972年布雷顿森林体系崩溃, 美国在全球经济的霸主地位受到挑战, 银行业的国际化竞争日趋激烈。相对于欧洲全能型银行的混业经营模式, 美国分业经营制度削弱了银行的竞争力, 加剧了金融脱媒化。20世纪70年代, 美国金融监管从严格管制转向依赖市场调节机制, 并且在金融脱媒的倒逼下, 开启了利率市场化进程。1970年至1986年, 美国历经16年时间完成了以存款利率市场化为核心的利率市场化进程。整个过程遵循了先大额后小额, 先长期后短期的特点。

表 2 美国利率市场化改革进程

时 间	利率市场化改革情况
1970 年 6 月	● 将短期定期存款市场化,随后放松 10 万美元以上 90 天内大额可转让存单的利率管制
1973 年 5 月	● 放松所有大额短期存单的利率管制
1970 年 7 月	● 取消 1 000 万美元以上,期限 5 年以上的定期存款利率上限
1976 年	● 美国众议院草拟《1976 金融改革法案》提出将分阶段废除 Q 条例
1978 年 6 月	● 允许存款机构开设 6 月期,1 万美元以上的货币市场存款账户,利率参照同期国库券利率
1981 年	● 允许商业银行开设支付利息的储蓄账户
1982 年 2 月	● 允许存款机构提供无利率上限,每月可进行三次转账签发三张支票的货币市场存款账户
1983 年 1 月	● 允许存款机构引入超级可转让存单 Super NOW
1983 年 1 月	● 取消所有定期存款利率上限,商业银行和储蓄机构可自行决定 1—30 个月存款利率
1986 年	● 取消 NOW 账户利率上限,取消存折账户利率下限,政府设定存款利率权利到期,美国利率市场化改革到此完成

资料来源：民生证券研究院。

利率市场化加剧中小银行危机,进一步降低银行业在整个金融系统中的作用。1983 年,美国基本完成利率市场化,银行业尤其是中小型银行的息差快速收窄。



资料来源：WIND 资讯。

图 8 1973 年至 1999 年美国银行倒闭数量

美国金融自由化最显著的特征是激烈的价格竞争导致银行业利润大幅降低,资金向非银行业大量转移。1982年至1993年,美国出现了银行倒闭潮,超过2300家银行倒闭,平均每年有超过190家银行倒闭。金融自由化和银行业危机,导致银行业占全部金融资产的比例持续下降,并失去主导地位。

2. 居民存款比例降低,加速金融脱媒

居民持有存款资产比例的大幅降低,限制了银行负债规模的增长,加速金融脱媒。1974年美国宣布放弃固定汇率,在随后的资本外流和股市暴跌中,居民部门持有的股票资产比例快速下降,存款比例上升。金融自由化进程后,美国居民部门持有的现金和存款资产比例快速下降,从1985年的最高23%,下降至1999年的最低10%。



资料来源:美联储资金流量表。

图9 1945年至2013年美国居民部门持有现金和存款占金融资产比例

金融工具创新,推动银行业负债结构向非存款类倾斜。20世纪70年代至80年代,浮动利率债券、利率期货、利率互换等金融创新,导致大量受利率管制的存款从银行储蓄体系中流出。另外,回购协议、可转让支付账户命令(NOW)、货币市场存款账户(MMDA)、自动转账储蓄账户(ATS)等负债管理工具的创新,导致债券发行和金融市场拆借等非存款类负债成为银行业更重要的资金来源。20世纪70年代开始,美国银行负债结构向非存款类加速倾斜,存款占负债的比例从1945年的98%,持续下降至2013年的73%。其中,活期存款占比下降最快,从1945年的65%,下降至2013年的12%。