

金融衍生品市场创新有利于股市发展

◆ 中国金融期货交易所董事长 张慎峰

目前,我国金融衍生品正处于起步阶段,品种少,功能小,与发达市场差距明显。但现在的落后恰恰证明未来有巨大的成长空间。我国金融衍生品市场的创新前途无限。

一个完整资本市场一定包括一级发行市场、二级交易市场,健康稳定的发展不能忽视三级风险管理市场。下面从四个方面做简要的介绍。

金融衍生产品创新欣欣向荣

到目前为止,沪深300股指期货已有26.8万户参与交易。五年前刚上市时在全球排在400位,今天已跃居全球第一位。

在发展过程中其发挥作用是显而易见的。首先,解决股票市场的单边上涨或单边下跌的单边市行情。其次,大大降低股市波幅。沪深300上市前后各五年涨跌超过2%的天数,分别下降52%、56%。第三,助推大额长线资金进入资本市场,夯实股票市场现货的发展基础。同时也吸引大量机构投资者入市,开发了更多的创新产品。这当中有1.8万户是机构投资者,特许机构包括证券、基金、信托、期货、资管、合格境外机构投资者(QFII)等等,达到1.1万户,它们参与股指期货交易数量是五年前上市初期的十几倍。第四,促进了股票投资文化的优化,鼓励价值投资,避免频繁换手调仓。数据显示,股票换手率由股指期货上市一年前的609%,降到2014年的126%,下降了79.2%。也就是说,克服了老百姓追涨杀跌的“羊群效应”。

金融衍生品市场创新对目前股市发展是雪中送炭

2015年4月16日上市的上证50和中证500股指期货扩大了风险覆盖面,由原来的56%扩展到74%,解决了“一顶帽子大家戴”的状态。现在股票交易量、持仓量都增长两到三成。同时也促进上证50ETF期权发展,促进更多机构参与现货市场。

中金所近期将要推出股指期权产品

作为期货的期货,作为保险的再保险,中金所拟分步推出三个产品,分别是沪深300股指期权、上证50股指期权、中证500股指期权,现在产品仿真交易已非常成熟。

另外,还开发了恐惧指数,这是衡量市场风险的压力计和温度计,使股市风险更可测可控,会促使我国股市的发展更稳健、更健康。

中国衍生品市场的创新前途无限

目前我国金融衍生品处于起步阶段,品种少,功能小,差距明显。由于市场分割,银行还没有被批准参与到市场中来,所以国债期货发挥作用相对较小。

欧美发达国家、新兴市场、金砖国家,其金融衍生品品种分别是我国的几倍、几十倍,产品上市速度非常快。这也给我国金融衍生品市场发展提供了机遇,现在落后不要紧,恰恰证明未来成长空间巨大。2015年3月5日,国务院总理李克强在政府工作报告中首次提出“发展金融衍生

品市场”的表述，充分体现了国务院对金融衍生品市场发展的高度重视。前不久，国务院批复了发改委等部门一系列改革的具体意见，促进期货领域的改革、开放、创新与发展。金融衍生品市场的未来发展值得期待。

目前中金所储备了一系列的创新品种，比如股指类的有深证100、中小板、创业板。伴随利率市场化，还准备推出两年期的国债期货以及债券市场回购隔夜利率指数期货。债券市场回购隔夜利率指数期货，这个产品是创新设计，目前只有巴西的一个产品与其相类似。要通过债券回购

隔夜利率指数期货，把利率水平由一个点延长为无限期限的一条线，助推最广泛的无风险收益率曲线的形成，更好地把货币政策信号传达到中长期，服务于实体经济。

除此之外，中金所还开发了更多的外汇期货产品。伴随着“一带一路”、人民币国际化的发展，分别开发出欧元美元、澳元美元一系列交叉期货，以及人民币对相应货币的外汇期货。中金所贯彻社会责任至上的理念，在党中央、国务院、证监会的正确领导下，把我国风险管理市场打造得更坚实，以更好服务于经济与社会发展。■

新三板是资本市场最大的创新

◆ 全国中小企业股份转让系统公司董事长 杨晓嘉

“国六条”与证监会118号文两个重要文件的出台，加快了多层次资本市场的建设与创新，也使新三板实现了“弯道超车”和步入“快车道”。本文认为新三板是资本市场创新的产物，新常态下新三板的创新空间将会更大。

资本市场是培育和滋生创新的最好温床，新三板是中国资本市场最大的创新。没有创新就没有今天的新三板。

新三板是资本市场创新的产物

2013年初，也就是全国中小企业股份转让系统（简称“全国股转系统”，俗称“新三板”）成立之初，当时主板上市公司有1439家，中小板701家，创业板355家，新三板191家，资本市场

呈现一种典型的倒金字塔格局。中小企业进入资本市场似乎除了申请首次公开募股（IPO）就没有其他办法和渠道，中小企业“融资难和融资贵”的问题一直是个瓶颈。

为使金融更好地服务实体经济，国务院和证监会启动了新三板建设，且力度很大。其中对新三板发展产生重大影响的文件是国务院2013年12月底发布的49号文——《关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》，即“国六条”。

“国六条”不仅明确了全国股转系统的法律地位和“主要为创新型、创业型、成长型中小微企业发展服务”的市场定位，更重要的是使多层次资本市场建设成为现实和可能，使中小企业融资难、社会资本投资难的“两难问题”得以破题。

此文件发出20多天之后，新三板于2014年1月24日进一步扩大试点到全国。可以说“国六条”对今天新三板的快速发展起到了至关重要的作用，也为新三板作为全国性的证券交易场所服务中小微企业奠定了重要基础。

时隔一年，新三板又到了一个新的转折期。证监会2014年12月26日发布《关于证券经营机构参与全国股转系统相关业务有关问题的通知》，即证监会118号文。其对2015年以来新三板的发展格局产生了重大影响。这是一个充满创新和改革精神的文件，它将形成对新三板支持政策上的六个突破：

一是允许券商以股权、期权支付方式创新收费模式，促使券商开始着眼于全产业链构建。

二是允许公募基金投资新三板挂牌股票；券商做市业务可以采取借券等方式，对冲做市业务风险。

三是允许和鼓励证券期货经营机构到新三板挂牌融资。

四是允许做市库存股持仓比例可以超过5%，进一步明确了券商自营、做市风险控制指标。

五是允许符合条件的证券公司、期货公司、基金公司的子公司、证券投资咨询机构、股权投资机构开展推荐或做市等业务，进一步扩大市场参与主体范围。

六是允许证券公司开展挂牌企业股票质押式回购业务试点，进一步增强券商服务中小企业能力。

目前118号文的有些操作细则虽然还未完全出台，但其发出的信号已经对市场产生了如同加油门似的重要影响。

总之，“国六条”与证监会118号文这两个

重要文件有一个共同特点，产生了一个共同作用，就是加快了多层次资本市场的建设与创新，也使新三板实现了“弯道超车”和步入“快车道”。

新三板三个拐点

2015年以来新三板出现了三个明显拐点。

第一，投资和融资同步出现增长拐点。2015年截至5月22日，融资总量已达211.54亿元，比2014年全年的132亿元净增将近100亿元。融资金量最大的达到50.32亿元，融资次数最多的有4次。融资金用途从补充流动资金到涉及股权激励、项目融资、做市等方面。同时融资的外部性增强，加快了挂牌公司股权的分散度，股东人数超过200人的公司越来越多。

市场覆盖的业态不断加宽加厚。有10个金融细分行业挂牌公司25家，覆盖了小贷公司、担保公司、租赁公司、农信社、资产管理公司、保险代理公司、证券公司、期货公司、私募基金等金融机构，增强了小微金融供给；10个医药细分行业共计130家挂牌公司，2014年净利润同比增长38.84%；16个信息技术细分行业共计800家挂牌，覆盖了诸如物联网、数字出版、大数据、智能交通、云计算等新兴产业领域；有6个文化传媒细分行业共37家公司，涵盖了体育赛事组织推广、电影制作发行等领域。

新三板代表的新业态已经充分反映了中国信息经济时代的特征。如信息技术和生物医药市值已分别占到市场总市值的26%和11%，这个特征与早已迈入信息经济时代的美国资本市场的市值占比结构非常类似。

第二个拐点是市场交易由冷变热，这个过程比预想的来得快来得猛。交易上的一个重要变化是，有交易行为的公司已占三分之二以上，现在每天交易量基本稳定在10亿元以上。

交易上另一个重要特点是做市商制度开始发挥作用，目前三板做市企业346家，占挂牌总数的15%左右。虽然比重还不是很大，但与协议转



让方式相比，做市交易基本上形成了连续的价格曲线，做市板块备受投资者关注。做市商的核心功能，并不是撮合交易，而是估值定价。这个作用开始显现。做市企业的融资行为和融资比重均高于协议转让，做市企业的股价已成为发行增资、并购重组和股权质押的重要依据。截至5月22日，全市场累计成交金额已达到811.79亿元，差不多是2014年全年的7倍。

第三个拐点是，市场参与主体和合格投资者的增长速度超过了全国股转系统的预研预判。截至5月22日，投资者账户总数已达1258万户，其中合格投资者达到761万户，占比60.47%，比2014年的148万户新增了6倍。参与市场的主办券商有85家，做市商76家，会计师事务所40家，律师事务所384家，私募股权（PE）、风险投资（VC）参股的挂牌公司占比达到45.5%，与股转系统签署战略合作的银行达到27家。基金专户、

券商资管、阳光私募等专业机构投资者管理的产品已达410只，而2014年底才仅仅22只。

如果说上述三个拐点更多的是反映市场量的变化，那么市场主体，包括全国股转系统在内，其观念和理念的变化使市场开始发生一些质的改变。

一种看法是：新三板的快速发展使券商真正有了客户概念。以前都是围绕通道做业务，只认标准条件不认人，只见树木不见森林。现在券商业务模式都在改变，通过挂牌推荐和做市业务将投行、经纪业务、资管业务等业务链条全部打通并形成了协同效应。券商的盈利模式也不仅仅在推荐业务上，而是在挂牌后的持续发展业务中获取收益。这是非常大的改变。

还有一种看法是：新三板为普惠金融找到了一种实现方式。这种小额快速按需的融资方式，可以在更大的范围、更深的领域恢复金融的本质和草根性。

可以说，新三板支持创业创新已经具备两个明显优势：

一是规模效应已经显现。截至5月22日，挂牌公司总数已达2452家，比2014年净增900家，总市值12545亿元，实现了对31个省市自治区，包括新疆生产建设兵团的全覆盖。中西部地区2015年新增挂牌公司230家，占2015年新增总数（886家）的26%；小微企业2015年净增605家，占比由2014年底的66%增长到目前的71%。

二是制度优势开始显现。根据2014年年报披露，2320家挂牌公司盈利，占比为86%，营业收入同比增长10.86%，平均净利润增长24%。尤其是挂牌公司经营活动产生的现金流同比增长了134.18%，反映出挂牌公司较强的现金获取能力和经营质量。特别是以现代服务业为代表的新业态公司数量占比为30%，平均净利润增长61%。

挂牌公司已形成两个重要特征：一是成长性，二是草根性。中小微企业占95%以上，民营企业占95%以上，高新技术企业占了80%。它们代表

着中国经济的未来，也成为新三板创新的动力和源泉。

所以说，新三板是资本市场创新的产物。

新三板创新最大特点是为企业创造变梦想为现实的可能条件

中小企业融资难主要难在两点：一是信息不对称，即投融资需求没有一个全国性的公开信息了解平台；二是价格谈不拢，股权融资的难点在于定价，原因是公司股份价值理论上等于公司未来盈利的贴现值，但未来又是很难预期的，致使企业与投资方对价很难谈拢。目前普遍的解决办法是签对赌协议，这就意味着融资方将承担丧失控制权的风险，从而失去股权融资的本质特征。而新三板恰恰具备了信息披露和定价这两个基本功能。通过源源不断的挂牌企业信息披露，让投资者了解了中小微企业信息和需求，又通过公开

转让和交易，实现对中小微企业的估值和定价。

为此，全国股转系统用了差不多一年的时间探索制度设计，学习了解全世界的先进经验，总结分析交易所市场的经验和教训，认真听取市场各方主体的意见和建议，并对新三板的历史沿革，从代办股份转让系统开始到中关村试点，到扩大到上海、天津、武汉共四个高新技术园区，最后扩大到全国的过程，进行了认真的梳理，最后形成了现在的66个制度、规则和指引。包括挂牌准入上不设财务标准，允许“小额、快速、按需”的融资安排，对200人以下融资实施豁免核准，不对定向发行的时间、价格、方式进行限制，不对股权激励机制和股份锁定期做出时间规定，发行人可自主选择交易方式，交易方式之间可自由转换等等，这些制度设计都是为了达到一个目的，就是最有效地实现投融资对接。

上海国际医药园区的一家挂牌公司是生物医



药公司，该公司有主打产品，但尚未取得新药许可证，未上市销售，也没有销售收入。该公司在新三板挂牌后的7个月时间内进行了四次定向发行，融资3.99亿元，开创了一家“种子企业”产品还没投放市场、没有销售收入但在全国性证券交易场所成功融资的先河。这家公司在挂牌之前没有任何一个外部投资者，公司股东仅有28人，挂牌后通过4次融资以及做市交易股东人数超过了300人。

在学习了解纳斯达克的成功因素中，除了美国浓厚的创业文化和创新氛围以外，发现有一条非常重要的因素，就是制度和技术的不断创新，不拘泥场内场外，专注为发行人和投资人提供效率高、成本低、安全透明的资本市场平台。纳斯达克对创新的包容度是非常大的，很多生物科技股仅仅还处在临床二期、三期阶段，离新药报批、销售还有一段距离，就上市了。据了解，2015年1月纳斯达克上市的生物医药企业中处在临床二期的有65家，市值最高的达到17亿美元；处在临床三期的有54家，市值最高的达到71亿美元。很多有代表性的生物医药公司暂时都没有营业收入。

纳斯达克的包容从某种意义上来说是为了让更多的企业来发行，让更多的资源支持实体、支持创新创业。

新三板于2014年8月已实现电子化受理，2014年共受理申请1792家，2015年截至4月30日已受理967家，4月份单月受理就达618家。一旦这些企业2015年全部挂完牌，市场格局会发生很大改变，倒金字塔完全可能变成正金字塔。如果再加上区域市场挂牌公司，成千上万个中小微企业必将形成一个宽广坚实的金字塔底座。

新常态下的新三板，创新仍然是新常态

目前全国股转系统正在做的是加快制度创新，与市场创新同步。

新三板的起步和发展得益于国家政策红利，也源自于制度创新。制度是牛鼻子，俗话说得好，

有好的制度就有好的投资人，就有好的公司、好的中介。

未来真正的竞争绝对不是企业资源的竞争，而是制度创新的竞争，是差异化和多元化的比拼。

2015年随着新三板的快速发展，也出现了一些新情况和新问题。问题暴露出来是好事，可以帮助我们更好、更清醒地认识和了解市场。应该说全国股转系统还处在初创阶段，我们将会不断跟踪、分析、研判市场走势，加快制度创新。

新三板目前的创新空间才仅仅是撕开了一个口子，随着市场不断发展壮大，创新的空间将会更大。

下一步全国股转系统的工作目标是将新三板进一步广覆盖，将加快在更大的范围、更深的领域拓展。2015年以来出现了一些新的积极动向：一是各级政府加大了政策支持；二是中介机构加大了各方面的投入；三是市场主体积极主动衔接；四是与主板和区域市场间的相互联系、联动开始发力。

如何利用和发挥好这些优势，对新三板加快发展非常重要。为此我们将在服务投融资方式上采取更为灵活、更为务实的态度，不断增强市场融资功能，为风险投资市场的真正形成、为民间资本成为创新资本创造良好条件。在交易机制上将大力发展做市转让方式，进一步完善股票价格形成机制；在提高市场效率上，将通过探索内部分层、开展股票质押式回购业务试点、引入符合条件的非券商机构开展推荐和做市业务、优化挂牌审查等创新方式，不断提高服务市场能力。金融难，真正难在建立标准和法则，我们还将加快研究建立全国股转公司自律监管规则体系。将充分运用互联网大数据和云备份技术，加快自律管理方式的转变。

全国股转系统2015年制度创新的重头戏应该还是分层。分层的目的是实现差异化管理，这是继做市商制度推出后的又一个重要制度，必将对市场发展产生深远影响。■