

2012 年证券市场创新展望

创新动态研究报告

发布时间：2012 年 1 月 16 日

投资要点:

1、伴随着股指期货、融资融券的推出，中国资本市场运行机制发生了根本性的变化。无缝隙资本市场结构有望逐渐成形，三板市场交易机制有望取得重大改革，国际板开启渐行渐进，退市制度促使转板机制的建立。国际板的设立有助于中国及全球资源的有效配置，但国际板的推出应借鉴其他国家经验教训，选择适当时机审慎推出，不排除在 2012 年推出的可能。随着创业板退市制度的推出，主板退市制度改革也在推进，转板机制有望建立，三板市场扩容有望实质启动，多层次资本市场的格局有望形成。清理整顿各类交易场所，有利于规范资本市场秩序。

2、跨境 ETF 发行在即，基金创新有望取得突破，分级基金、130/30 基金等有望受到投资者青睐。港股 ETF 有望率先推出，跨境 ETF 能够让内地投资者有效参与全球投资、分享世界经济的发展成果以及在全球范围内分散投资风险。目前，跨境、跨市场 ETF 的技术准备工作基本已经完成，估计在 2012 年初推出的概率比较大。

3、债券产品创新不断，信用债发展前景广阔。重点发展国债、公司债、地方政府债、可转债、资产证券化和结构化产品，是未来债券市场持续发展的关键。市政债的发行有望成为一个亮点，一度停滞的券商企业资产证券化业务试点有望梅开二度，信贷资产证券化有望再度受到投资者青睐。

4、转融通业务有望正式出台，中国证券市场融券卖空机制可望真正建立。融资融券业务常规化，融资融券标的证券由此前的上证 50 指数和深证成份指数的共 90 只成分股扩容至 285 只，其中有 7 个 ETF 基金。ETF 被纳入融资融券标的，为投资者提供了多元化的投资策略。随着中国证券金融公司的挂牌成立，转融通业务准备正在紧锣密鼓进行，估计转融通业务在 2012 年初基本可以推出。

5、衍生品市场有望再度活跃，备兑权证期待推出，期权、国债期货等创新品种值得期待。探索发展个股期货和期权，尤其是国债期货是未来证券市场发展的焦点。目前中国证券市场暂时成为了权证的真空期，未来备兑权证、股票期权等可能是中国证券市场的衍生交易品种，值得期待。

东北证券金融工程研究小组

分析师:赵旭

执业证书号码: S0550511010005

TEL: (8621)20361161

FAX: (8621)63373209

Email: zhaox@nesc.cn

地 址: 上海市浦东新区源深路 305 号 4 楼

邮编 200135

2012 年证券市场创新展望

一、无缝隙资本市场结构有望逐渐成形，三板市场交易机制有望取得重大改革，国际板开启渐行渐进，退市制度促使转板机制的建立

伴随着股指期货、融资融券的推出，中国资本市场运行机制发生了根本性的变化。提高上市公司质量是中国证券市场下持续发展的根本。鉴于新股发行的高市盈率，证监会对新股发行制度实施第二阶段改革，完善报价申购和配售约束机制，扩大询价对象范围，增强定价信息透明度，完善回拨机制和中止发行机制。这有望促使主板市场的定价机制相对合理，提升定价效率。更为重要的是，促进红筹公司加快回归 A 股市场，探索境外企业在境内发行上市的制度安排，吸引境外优质公司上市，有利于提升中国资本市场的国际竞争力。而这需要推进高质量国际板市场建设，国际板作为上海国际金融中心建设的重要组成部分，目前在法规包括发行办法、交易规则、上市规则、结算规则以及技术保障和监管等方面准备比较充分，管理层可能会在时机成熟时推出。国际板推出将加大股票供给压力，分流市场部分资金，加大现有市场股票估值的压力。可见，国际板的设立有助于中国及全球资源的有效配置，有利于上海证券交易所打造蓝筹股市场，但国际板的推出不能过于匆忙，应该借鉴其他国家经验教训，选择适当时机审慎推出，估计 2012 年推出的概率比较大。

随着创业板退市制度的推出，主板退市制度改革也在推进，在更严厉的退市制度将出台的预期下，交易所市场各板块之间的转板机制有望建立，主板、中小板退市制度改革进一步加大，创业板公司退出机制有望真正实施，三板市场扩容有望实质启动。场外市场为民营企业发展提供了巨大的平台，新三板扩容是对中国场外市场进一步的完善，包括做市商制度以及投资者准入门槛等一系列制度的新三板交易机制的重大改革，根据证监会规划，未来新三板覆盖面将扩展至全国所有非上市股份公司，形成全国集中统一监管的场外交易市场，最终形成多层次资本市场的格局。可以说，未来的三板市场不再有新旧之分，未来园区企业、原 STAQ(法人股转让系统)、NET 系统挂牌公司，主板、中小板、创业板退市公司以及自然人股东超过 200 人的公司等都将逐步进入三板市场。新三板市场是资本市场基础市场，新三板的扩容，在某种程度上会平衡企业上市的供求关系。新三板挂牌公司通过新三板平台，实现了企业的融资需求，扩大了知名度，并成为园区发展战略性新兴产业的主力军。未来新三板的扩容和发展，催生了企业转板的需求。从新三板公司成功转板的企业已经有世纪瑞尔、北陆药业、久其软件等，还有多家公司已明确表示准备转板。

建立健全资本市场结构体系，关键在于规范合法的交易所体系，我国正式批准的交易所只有上海和深圳两家证券交易所、三家商品期货交易所、中国金融期货交易所，以及中关村、天津试点的三板市场，其他许多交易所都没有正式批准。面对屡禁不止的大宗商品中远期交易市场，国务院发布《关于清理整顿各类交易场所切实防范金融风险的决定》，确要求，除依法经国务院或国务院期货监管机构批准设立的从事期货交易的交易场所外，任何单位一律不得以集中竞价、电子撮合、匿名交易、做市商等集中交易方式进行标准化合约交易。中央政府清理整顿各地超过 300 家交易场所，有利于规范整个市场，推动资本市场的持续和稳健发展。未来实现股票市场、债券市场、基金市场和衍生品市场均衡协调发展，市场结构日益优化，

市场效率不断提高，是中国证券市场持续发展的根本战略任务。

二、跨境 ETF 发行在即，基金创新有望取得突破，分级基金、130/30 基金等有望受到投资者青睐

2011 年基金市场得到大发展，分级基金（包括权益类和固定收益类）、量化基金、ETF 基金产品陆续推出，ETF 基金品种丰富多彩，满足了不同投资者对各种风格品种的需求。2012 年基金市场创新有望取得实质性突破，新基金发行市场化是必然趋势，指数型基金产品有望得到大力发展，特别是跨市场 ETF、跨境 ETF 有望出台。据不完全统计，截至 2010 年底，全球跨境 ETF 的规模占 ETF 总规模的 40% 左右，其中香港市场跨境 ETF 产品多达 55 只，占其 ETF 总数的 76%，欧洲市场占比高达 60%，美国、英国跨境 ETF 产品所占市场份额也均超过了 15%。2011 年 8 月 17 日，国务院副总理李克强在香港出席国家“十二五”规划与两地经贸金融合作发展论坛上表示，将在内地推出港股组合 ETF。据了解，目前沪深交易所拟推出的港股 ETF 产品已经基本确定，上交所将推出的 ETF 产品以恒生国企指数为标的，深交所的港股 ETF 则将以恒生指数为标的。所谓跨境 ETF 即跟踪国外标的指数变化且可在国内证券交易所上市交易的基金，换句话说，跨境 ETF 是指标的指数所在国家或地区与基金上市交易的交易所所在国家或地区不同的 ETF 基金，即国内基金公司发起设立、在国内交易所上市，而标的指数为海外指数，基金份额在国内申购赎回交易而其持有的资产在海外市场交易。国内机构投资者对跨境 ETF 有潜在的需求，未来跨境 ETF 将成为中国投资者在全球范围进行投资和风险管理的有效工具，即将发行的港股 ETF 产品模式与国际基本一致。据报道，华夏基金的跨境 ETF 标的为恒生指数，将与深交所合作；而易方达的恒指国企指数 ETF 则与上交所合作。港股 ETF 是跨境 ETF 的第一步，港股 ETF 之后才可能会是跨市场 ETF，而同其他国家地区合作的跨境 ETF，由于条件限制可能还需要一定的时间，在市场成熟后，未来也将发展欧美日股市的 ETF。跨境 ETF 特别是针对欧美等国际主要证券市场的跨境 ETF 能够让内地投资者有效参与全球投资、分享世界经济的发展成果以及在全球范围内分散投资风险。跨境 ETF 产品能够更好发挥 ETF 产品本身具有的价格发现功能，有助于提高跨境 ETF 管理公司的国际声誉。目前，跨境、跨市场 ETF 的技术准备工作基本已经完成，估计在 2012 年初推出的概率比较大。

分级基金的投资效率比较高，条款设计的灵活性带来的高杠杆效应使分级基金往往会获取超额收益，而开通配对转换交易机制，在短时间内实现场内和场外市场份额的转换交易，为套利提供了操作的可能性。分级型将与指数化成为市场的主流创新品种，而指数分级基金产品继承了分级产品和指数基金优点，对于投资者和基金公司而言，是一个比较优异的品种，传统封基会逐渐淡出市场。QDII 指数型基金、ETF 基金以及可转债基金有望成为热点，值得投资者关注。更为主要的是，基金投资范围涉及股指期货、融资融券等市场，涉及融资融券业务的 130/30 基金品种有望更多推出，ETF 基金作为融资融券品种，有望成为各种绝对收益产品的标的。另外，阳光私募的快速发展带动相关产品的开发，基于阳光私募基金的产品，如 TOT、TOF 逐渐成为理财市场的新亮点。

三、债券产品创新不断，信用债发展前景广阔，资产证券化产品有望再度活跃

近年来，伴随着直接融资比例的逐步扩大，债券市场在产品创新、发债主体扩大等方面取得了长足进展，

但债券市场对于企业融资的支持依然有限，证监会提出，大力发展交易所债券市场，加快债券市场体系建设，推动债券市场机制体制改革。以上市银行进入交易所债券市场为契机，推动机构投资者参与交易所债券市场，实现交易所债券市场与银行间市场互通。重点发展国债、公司债、地方政府债、可转债、资产证券化和结构化产品，推广债券回购业务，丰富跨市场交易品种，拓宽债券的投资者群体、完善市场定价机制，为投资者提供多元化的投资品种。遵循市场化原则开展“市政债”的发行，上海、广东、浙江和深圳试点自行发债被看作是我国发展“市政债”的探索。债券市场为整个金融体系提供流动性支持和风险管理工具，有利于降低信用风险、利率风险、货币风险等，探索多种债券融资方式，扩大债权融资的规模，建立多层次债券交易市场体系，加快固定收益产品创新力度，是 2012 年债券市场发展的关键。更为重要的是，一度停滞的券商企业资产证券化业务试点有望梅开二度，券商有望二度试点企业资产证券化，2010 年 11 月证监会发布了《证券公司企业资产证券化业务试点指引（试行）》征求意见。2011 年两会期间，有多名委员呼吁重新开启资产证券化业务，这预示着曾经一度遭到质疑的资产证券化产品有望重新推出，特别是企业资产证券化。打通交易所市场和银行间市场是目前管理层努力推进的方向，使得信贷资产证券化和企业资产证券化都能在两个市场同时交易。目前多家券商积累了多项资产证券化产品待发行，一旦试点重启，尤其是两个市场打通，将迎来资产证券化产品发行的高峰。

表 1 2011 年债券发行统计

类别	发行期数(只)	发行期数比重(%)	发行总额(亿元)	发行总额比重(%)
国债	73	4.22	15,417.59	19.74
地方政府债	16	0.92	2,000.00	2.56
央行票据	100	5.78	14,140.00	18.10
金融债	143	8.26	22,940.30	29.37
政策银行债	105	6.07	19,071.80	24.42
商业银行债	2	0.12	336.50	0.43
商业银行次级债券	30	1.73	3,132.00	4.01
保险公司债	5	0.29	390.00	0.50
其它金融机构债	1	0.06	10.00	0.01
企业债	193	11.15	2,478.48	3.17
一般企业债	190	10.98	2,464.30	3.16
集合企业债	3	0.17	14.18	0.02
公司债	83	4.79	1,291.20	1.65
中期票据	458	26.46	8,199.93	10.50
一般中期票据	436	25.19	8,133.70	10.41
集合票据	22	1.27	66.23	0.08
短期融资券	640	36.97	10,162.30	13.01
一般短期融资券	615	35.53	8,072.30	10.34
超短期融资债券	25	1.44	2,090.00	2.68
国际机构债	2	0.12	50.00	0.06
政府支持机构债	8	0.46	1,000.00	1.28
资产支持证券	6	0.35	12.79	0.02
可转债	9	0.52	413.20	0.53

合计	1,731	100.00	78,105.79	100.00
----	-------	--------	-----------	--------

资料来源：根据 WIND 统计

四、转融通业务正式出台，中国证券市场融券卖空机制可望真正建立

经中国证监会批准，沪深交易所于 2011 年 11 月 25 日正式发布《融资融券交易实施细则》，并自发布之日起施行。融资融券业务由“试点”转为“常规”，融资融券标的证券由此前的上证 50 指数和深证成份指数的共 90 只成分股扩容至 285 只。其中，上证所由原来的 50 只股票，扩展为上证 180 指数全部 180 只成分股和 4 只 ETF 基金；深交所由此前的 40 只股票，扩展为深证 100 指数成分股中除深圳能源和粤电力 A 的 98 只股票和 2 只 ETF 基金及中小企业板交易型开放式指数基金，总计 278 只个股和 7 个 ETF 基金。ETF 被纳入融资融券标的，为投资者提供了多元化的投资策略。ETF 作为融资融券标的为投资者提供了诸如杠杆交易、配对交易、Alpha 对冲策略、130/30 策略、期指反向套利等多样化的投资策略，完善市场套利机制，从而使 ETF、股指期货和股票定价更为合理。ETF 作为融资融券标的，不仅提高了 ETF 的需求，还有效降低了 ETF 业务的运作风险，也为投资者提供了杠杆、做空、多元化的交易策略，对投资者的交易策略、基金市场格局等带来一系列深刻影响。社保基金、保险资金、公募基金参与到融资融券交易中，将对 A 股市场的影响不容忽视。

表 2 2011 年各月融资融券交易统计

日期	融资余额 (亿元)	融资买入额 (亿元)	融资偿还额 (亿元)	融券余额 (亿元)	融券卖出 量(亿股)	融资融券余 额(亿元)
2011-1-31	143.83	98.77	86.89	0.32	0.14	144.14
2011-2-28	165.24	170.38	148.97	0.67	0.22	165.91
2011-3-31	207.83	318.99	276.40	1.26	0.79	209.08
2011-4-29	239.61	296.08	264.30	1.54	1.04	241.15
2011-5-31	255.84	180.20	163.98	1.79	1.05	257.63
2011-6-30	271.33	224.99	209.50	2.66	1.29	273.99
2011-7-29	319.06	317.99	270.26	2.50	1.38	321.56
2011-8-31	340.45	272.70	251.31	3.12	2.11	343.57
2011-9-30	333.86	202.69	209.28	2.05	2.08	335.91
2011-10-31	330.67	218.49	221.69	5.00	2.77	335.67
2011-11-30	371.80	310.01	268.88	4.74	3.42	376.54
2011-12-30	375.48	244.94	241.27	6.59	6.51	382.07

资料来源：根据 WIND 统计

随着中国证券金融公司的挂牌成立，转融通业务准备正在紧锣密鼓进行，各项转融通业务征求意见在券商中进行，估计转融通业务在 2012 年初基本可以推出。转融通业务促使融资融券业务规模快速增长，有利于证券行业的平稳发展和平抑证券公司的经营周期波动。更为重要的是，转融通推出为投资者提供了丰富的多样化的衍生投资策略。随着转融通机制尤其是做空机制的完善，投资者将面临多样化的投资策略选择。如指数期货套利、权证套利、ETF 套利、封闭式基金套利、可转债套利、统计套利等都是融资融券业务发展的潜在增长点。另外，转融通业务打通了资本市场与货币市场的通道，有利于释放金融市场风险，

而转融通业务为商业银行、基金等机构提供了新的盈利增长点。

五、衍生品市场有望再度活跃，备兑权证期待推出，期权、国债期货等创新品种值得期待

创新是证券市场持续发展的永恒话题，如何打破靠天吃饭的局面？各家证券公司都在寻找自己的业务模式。《证券公司业务（产品）创新工作指引（试行）》的发布，对证券公司来说，意味着行业创新有章可循，券商可积极探索，合理创新，特别是创新容错机制的引入，将消除创新的后顾之忧，从而拓展证券业务空间，改善盈利模式。推进产品创新是适应多层次资本市场体系建设的要求，有序推出买断式股票回购业务试点，推出 REITs 产品，探索发展个股期货和期权，尤其是国债期货，建立基于合格投资者的衍生产品市场是未来证券市场发展的焦点。中国证监会主席郭树清在讲话中提到了“稳步推进期货、期权和金融衍生品市场发展”，积极研究“期货期权”等金融工具创新，尤其是提到了期权的发展，说明监管层对于衍生品市场的创新发展是坚定的，但金融期货发展不够，如国债期货等金融期货品种。自从 2011 年 8 月 11 日，沪深两市最后一只权证“长虹 CWB1”结束了交易，标志着伴随股权分置改革和分离债而产生的权证产品完成了历史使命。目前中国证券市场暂时成为了权证的真空期，未来备兑权证、股票期权等可能是中国证券市场的衍生交易品种，值得期待。从海外权证市场的发展经验看，备兑权证是我国权证市场未来的发展方向。香港交易所 2010 年年报统计表明，香港全年衍生产品市场(包含权证、牛熊证、期权、期货等)的收入达到 10.45 亿港元，占 13.8%；备兑权证年成交额达到 108.1 亿港元，占平均每日成交额的 15.7%。备兑权证的发行有利于券商的业务范围扩大，增加盈利空间；另一方面，备兑权证发行的标的股范围扩大将大大活跃市场交易，增加市场成交量。由于备兑权证的做市商机制，一方面降低了权证品种的流动性风险，另一方面持续发售机制对权证市场的影响使得权证市场的估值将更为合理，也限制了权证的非理性炒作。备兑权证推出可能还需要一定的时间，但我们估计 2012 年监管部门可能会推出相关征求意见稿，特别是对证券公司等金融机构作为备兑权证发行人的资格条件的规定，但大型券商尤其是 A 类以上的券商可能是最先获得资格的券商，值得期待备兑权证以及股票期权的推出。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。