

研究報告

全球股指再攀新高 市场风险初见端倪
——2017年上半年全球资本市场运行简析

张晓斐 缪斯斯

资本市场研究所

全球股指再攀新高 市场风险初见端倪

——2017年上半年全球资本市场运行简析

2017年上半年，全球资本市场总体表现平稳，主要指数普遍上涨。韩国及美国股市表现强劲，股指接连创出新高，出现技术性牛市。IPO市场较去年同期有所改善，IPO数量和筹资额同比双双增长。但全球股市交投较为清淡，成交额较去年同期出现下滑。同时，全球主要交易所在多层次市场建设、数据技术等业务方面不断推陈出新，继续推动资本市场发展。今后一段时间内，全球资本市场面临的潜在风险因素值得密切关注。一是特朗普新政遇阻力，或影响经济增长前景；二是美欧央行撤出宽松，或对经济金融造成冲击；三是全球股市估值处于历史高位，下跌风险或将显现。

一、市场运行概况

（一）主要指数

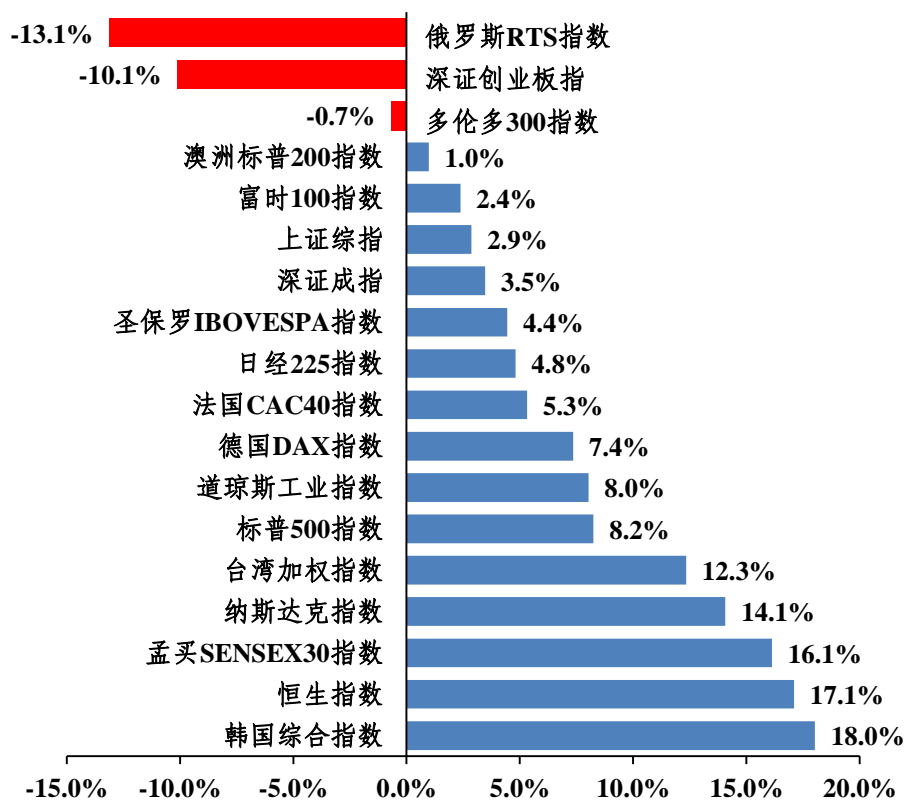
1. 指数涨跌幅

2017年上半年，在全球主要市场的18只股指中，有15只上涨，3只下跌。在亚太市场，韩国综合指数上涨18%，涨幅位居亚洲及全球首位；孟买SENSEX30指数和日经225指数分别上涨16.1%和4.8%；大中华地区的恒生指数、台湾加权指数、深证成指和上证综指分别上涨17.1%、12.3%、3.5%和2.9%，但深证创业板指跌幅超过10%。在美洲市场，纳指上涨14.1%，涨幅居美洲首位；道指和标普500指数涨幅在

8%左右；多伦多 300 指数下跌 0.7%。在欧洲市场，德国 DAX 指数、法国 CAC40 指数和富时 100 指数分别上涨 7.4%、5.3% 和 2.4%；俄罗斯 RTS 指数下跌 13.1%，跌幅超过其他股指。

分季度来看，今年 2 季度，全球主要市场的 18 只股指中，有 10 只上涨、8 只下跌。在亚太市场，韩国综合指数上涨 10.7%，季度涨幅位居亚洲及全球首位；而上证综指和深证创业板指分别下跌 0.9% 和 7.8%。在美洲市场，纳指上涨 3.9%，季度涨幅居美洲首位；多伦多 300 指数和圣保罗 IBOVESPA 指数分别下跌 2.4% 和 3.2%。在欧洲市场，德国 DAX 指数、法国 CAC 指数和富时 100 指数较上季度基本持平；俄罗斯 RTS 指数则下跌 10.1%，跌幅超过其他股指。

图 1 全球主要股票指数涨跌幅（2017 年 1 - 6 月）



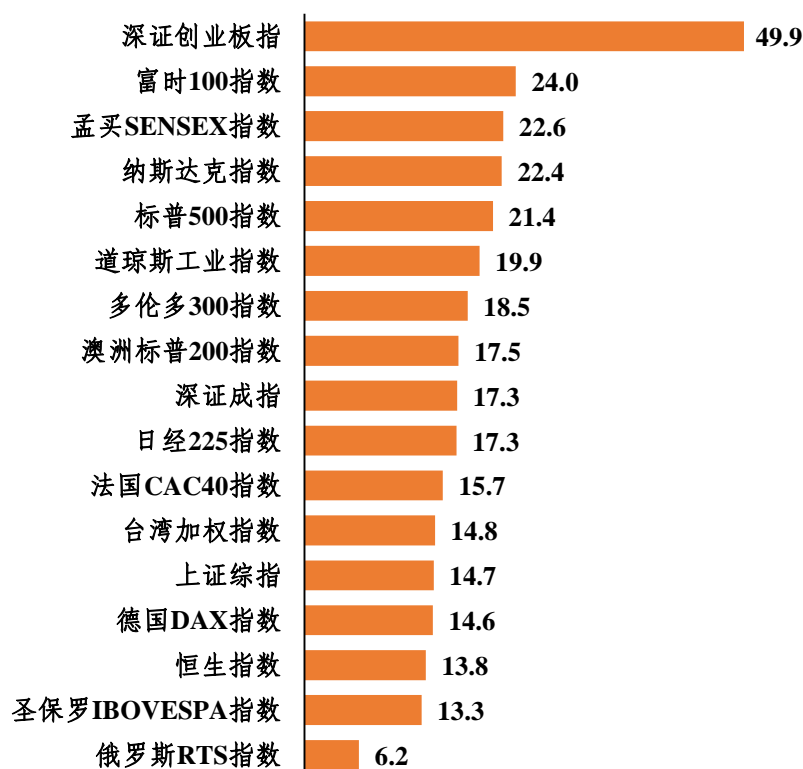
注：指数涨跌幅区间为 2017 年 1 月至 6 月

数据来源：WIND 资讯、上交所资本市场研究所

（二）指数市盈率

截至 6 月底，全球主要股指的市盈率集中在 10 倍至 20 倍之间。在亚太市场，深证创业板指的市盈率近 50 倍，较 1 季度的 51 倍市盈率有所下降，但仍远超其他指数的估值水平；恒生指数市盈率最低，不足 14 倍。在欧洲市场，富时 100 指数的市盈率最高，达到 24 倍；俄罗斯 RTS 指数市盈率最低，略超 6 倍，也是全球估值最低的指数。在美洲市场，纳指估值最高，市盈率超过 22 倍；巴西圣保罗指数估值最低，市盈率不足 14 倍。与上季度相比，全球主要股指市盈率无显著变化，仅深证创业板指的市盈率小幅下降。

图 2 全球主要股票指数市盈率（2017 年 6 月）



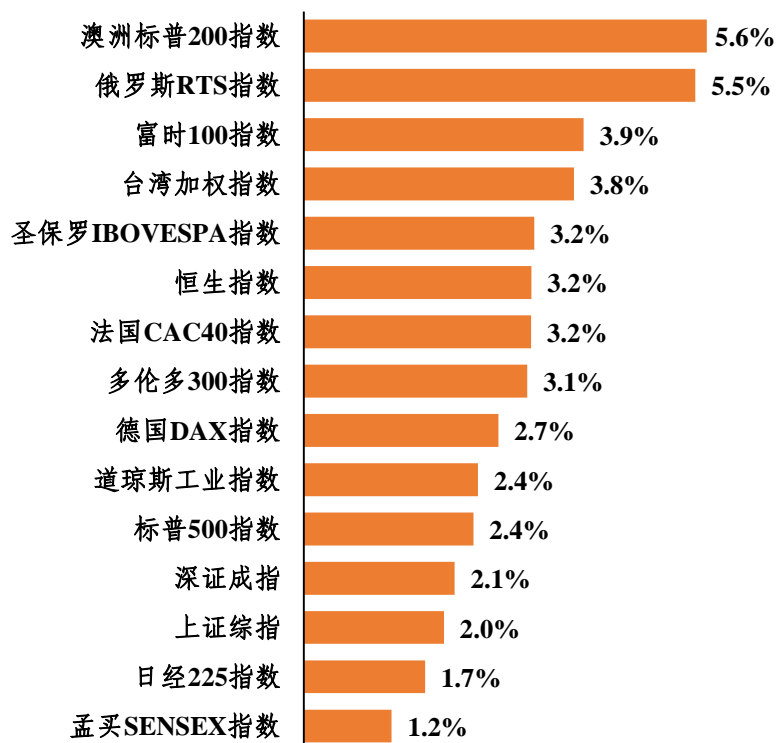
注：指数市盈率为动态市盈率，根据 2017 年 6 月底指数成分股的总市值和过去 12 个月指数成分股的盈利计算所得

数据来源：Thomson Reuters、上交所资本市场研究所

（三）指数股息率

截至 6 月底，全球主要股指的股息收益率集中在 2% 至 4% 之间。在亚太市场，澳洲标普 200 指数的股息率达 5.6%，位居亚太及全球首位；孟买 SENSEX30 指数股息率最低，仅为 1.2%。在欧洲市场，俄罗斯 RTS 指数的股息率达 5.5%，高于其他股指水平。美洲市场股指的股息率较为接近，巴西圣保罗指数股息率最高，为 3.2%；道指和标普 500 指数在 2.4% 左右。与上季度相比，全球主要股指股息率无明显变化。

图 3 全球主要股票指数股息率（2017 年 6 月）



注：股息率根据 2017 年 6 月底指数成分股的总市值和过去 12 个月指数成分股的股息计算所得

数据来源：Thomson Reuters、上交所资本市场研究所

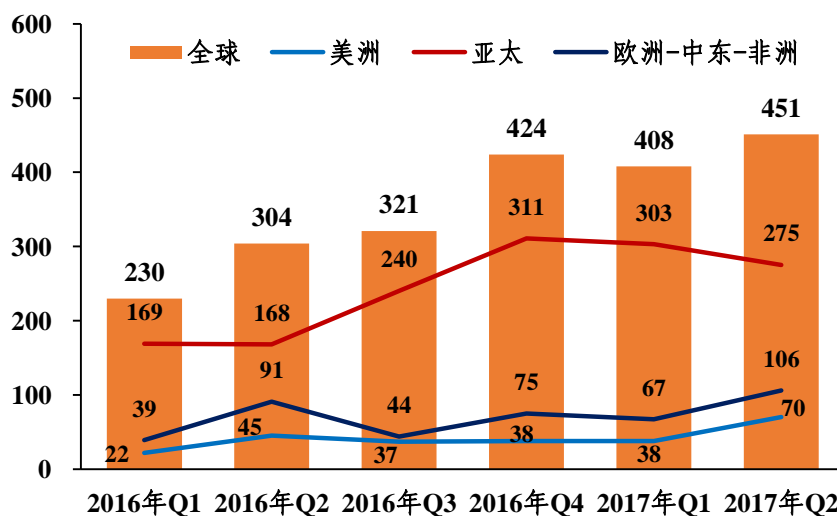
（二）股票筹资

1. IPO 公司数量

上半年，全球 IPO 公司数合计 859 家，较去年同期增长 61%，全球 IPO 市场总体呈现回暖状态。分地区来看，美洲地区、亚太地区和欧洲 - 中东 - 非洲地区 IPO 数量分别为 108 家、578 家和 173 家，较去年同期增长 61%、72% 和 33%，亚太地区是主要的 IPO 集聚地。分季度来看，今年 2 季度，全球主要资本市场 IPO 公司数为 451 家，较去年同期增长 48%，较今年 1 季度增长 11%。

从各交易所来看，深沪港交易所的 IPO 公司数排名跻身全球前列，IPO 数量分别为 126 家、120 家和 68 家，位居全球前 3 位。全球排名第 1、前 3 和前 5 的交易所 IPO 公司数占比分别为 15%、37% 和 50%，市场集中度下降。6 月份，全球主要交易所 IPO 公司数合计 152 家。

图 4 全球不同地区 IPO 数量



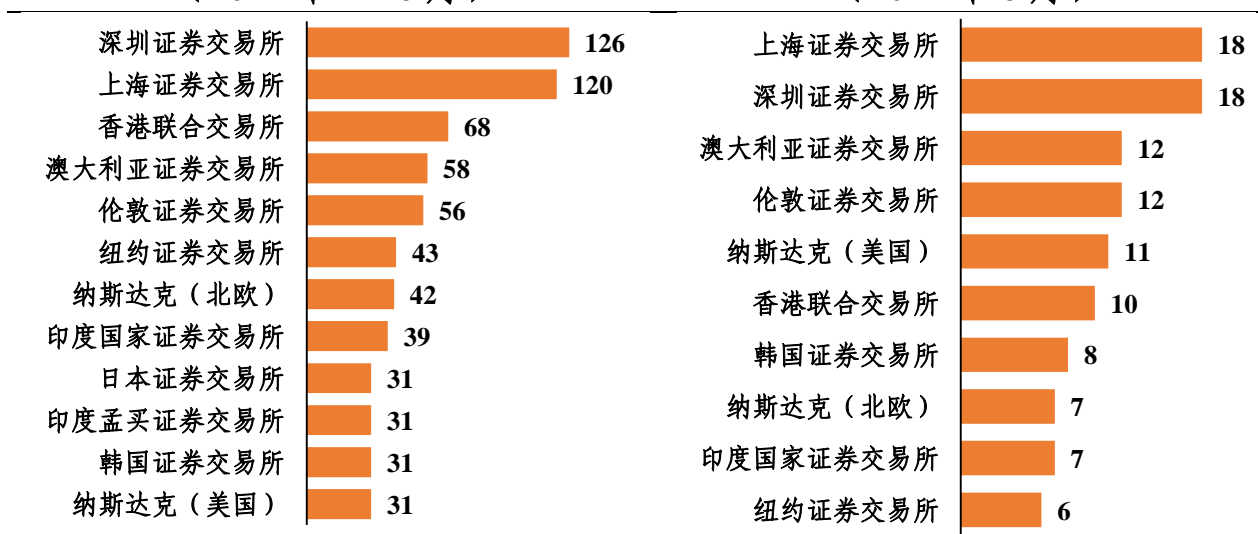
注：IPO 公司数单位为家

数据来源：WFE、上交所资本市场研究所

图 5 全球主要交易所 IPO 公司数

(2017 年 1-6 月)

(2017 年 6 月)



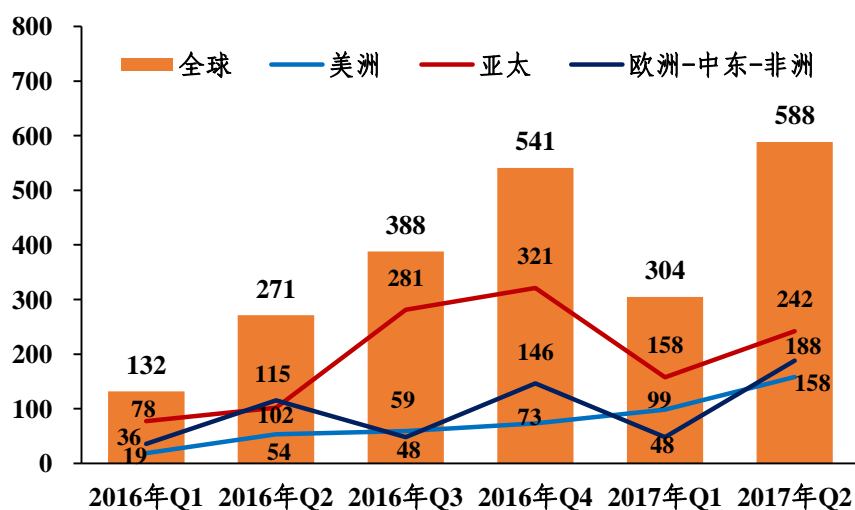
注：IPO 公司数单位为家

数据来源：WFE、上交所资本市场研究所

2. IPO 公司筹资额

上半年，全球 IPO 筹资额合计 893 亿美元，较去年同期增长 122%，其中，美洲地区、亚太地区和欧洲 - 中东 - 非洲地区的 IPO 筹资额分别为 257 亿、400 亿和 236 亿美元，较去年同期增长 256%、122% 和 56%。分季度来看，2 季度全球主要交易所 IPO 筹资额为 588 亿美元，比去年同期增长 1.2 倍，比今年 1 季度增加 93%。

图 6 全球不同地区 IPO 筹资额



注：IPO 公司筹资额单位为亿美元

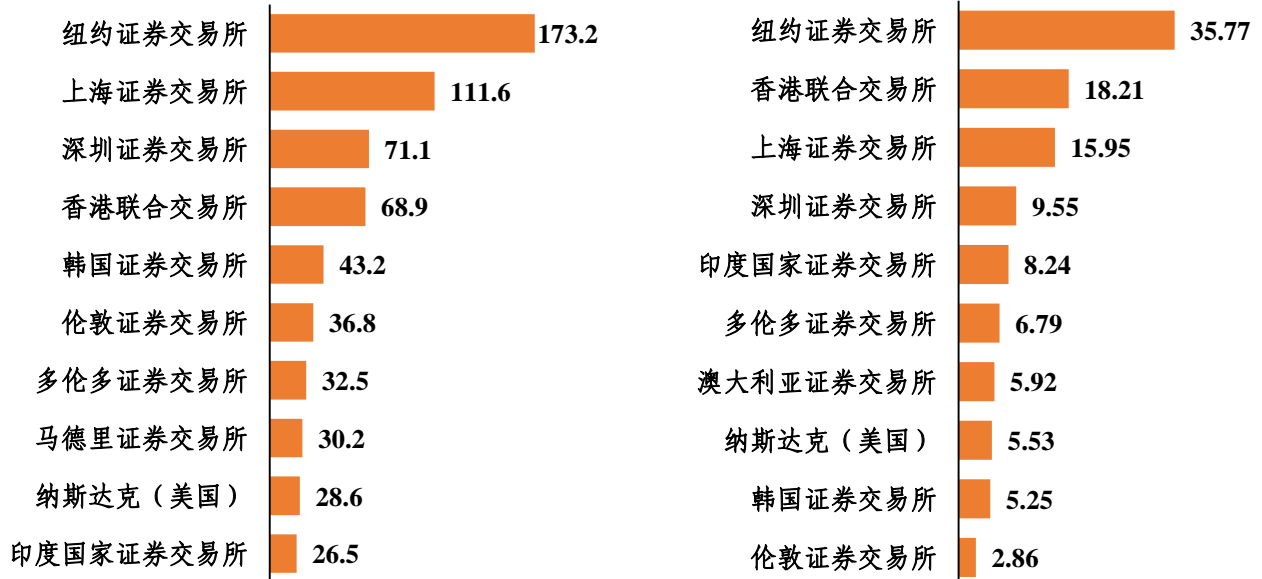
数据来源：WFE、上交所资本市场研究所

今年上半年，纽交所、上交所、深交所的 IPO 筹资额居于全球前 3 位，分别为 173 亿美元、112 亿美元和 71 亿美元。全球排名第 1、前 3 和前 5 的交易所 IPO 筹资额占比分别为 19%、40%和 52%，市场集中度有所下降。6 月份，全球主要交易所 IPO 筹资额合计 223 亿美元，纽交所、港交所和上交所 IPO 筹资额分别为 36 亿美元、18 亿美元和 16 亿美元，居全球前 3。

图 7 全球主要交易所 IPO 筹资额

(2017 年 1 - 6 月)

(2017 年 6 月)



注：IPO 公司筹资额单位为亿美元

数据来源：WFE、上交所资本市场研究所

从 IPO 公司来看，共有 8 家公司的 IPO 筹资额超过 10 亿美元。3 家在纽交所上市，2 家在韩交所上市，多伦多证券交易所、港交所与纳斯达克各 1 家。

表 1 2017 年上半年全球大型 IPO 公司概况

公司名称	筹资净额	上市时间	所在交易所	所属行业
SNAP	39	3 月 02 日	纽约证券交易所	信息技术
Netmarble	23	5 月 12 日	韩国交易所	信息技术
Altice USA	22	6 月 22 日	纽约证券交易所	可选消费/娱乐
Invitation Homes	18	2 月 01 日	纽约证券交易所	房地产
Kinder Morgan	13	5 月 31 日	多伦多证券交易所	能源
广州农村商业银行	12	6 月 20 日	香港联合交易所	金融
Silver Run	10	3 月 24 日	纳斯达克	金融
ING 人寿保险	10	5 月 11 日	韩国交易所	金融

注：筹资净额单位为亿美元

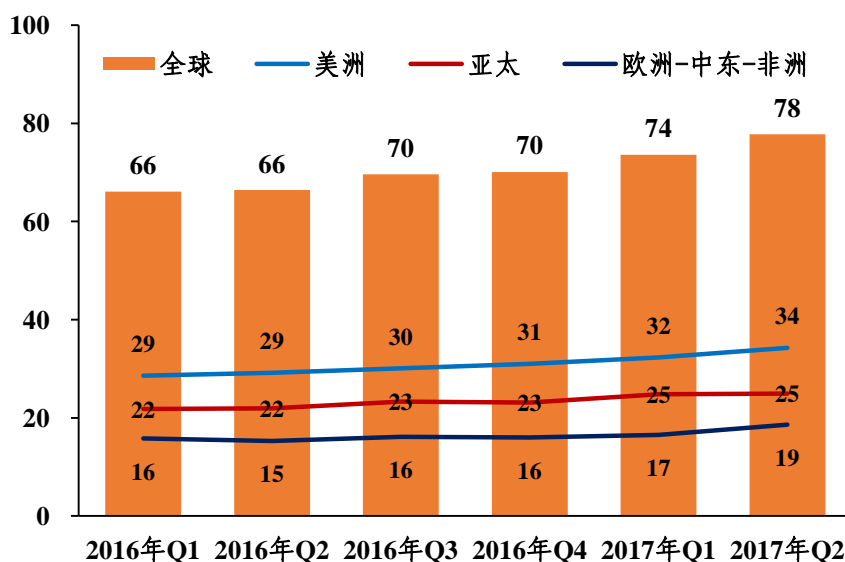
数据来源：Thomson Reuters、上交所资本市场研究所

(三) 股票市值

截至6月底，全球主要交易所股票市值规模约为78万亿美元，较去年同期和今年1季度分别增长17%和6%。从各地区来看，美洲地区、亚太地区和欧洲-中东-非洲地区市值分别为34万亿美元、25万亿美元和19万亿美元，较去年同期增长17%、14%和22%，全球占比分别为44%、32%和24%。

从各交易所来看，纽交所、纳斯达克和日本交易所市场的股票总市值继续位居全球前3。上交所、深交所市场的股票总市值分别排名全球第4位、第8位。截至6月底，全球排名第1、前3和前5的交易所市场股票总市值占比分别为27%、45%和56%。

图8 全球不同地区股票市场总市值



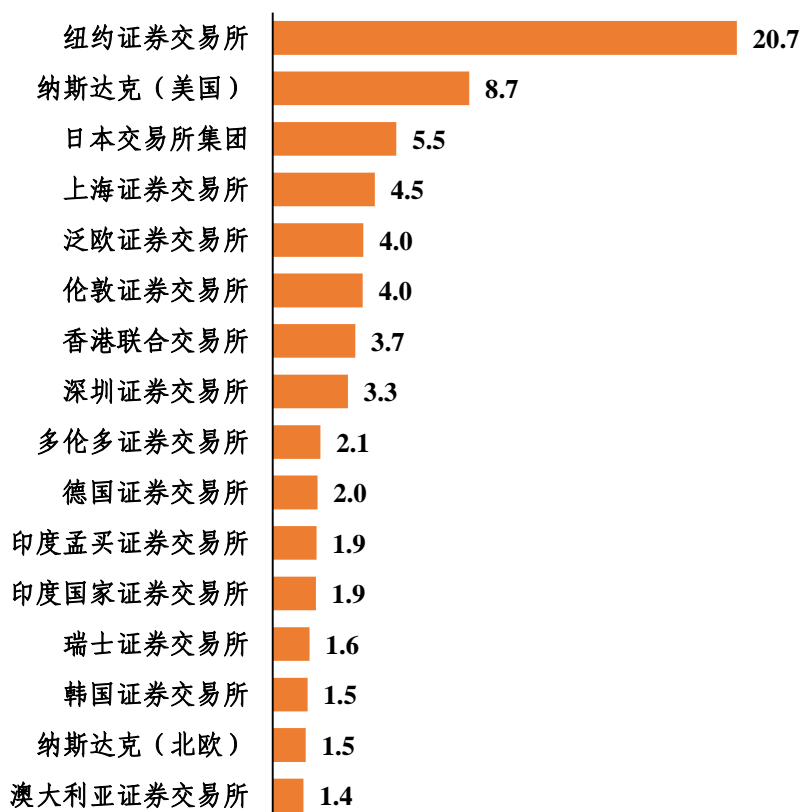
注：股票总市值单位为万亿美元

数据来源：WFE、上交所资本市场研究所

从公司规模来看，纽交所市值规模前三大公司壳牌石油、伯克希尔和阿里巴巴分别达到4394亿美元、4183亿美元和

3564 亿美元，较 2016 年底上涨 23%、4% 和 64%；纳斯达克市值规模前三大公司苹果、谷歌和微软分别达到 7509 亿美元、6369 亿美元、5322 亿美元，较 2016 年底上涨 22%、18% 和 10%。

图 9 全球主要股票市场总市值（2017 年 6 月）



注：股票总市值单位为万亿美元，数据截至 2017 年 6 月底

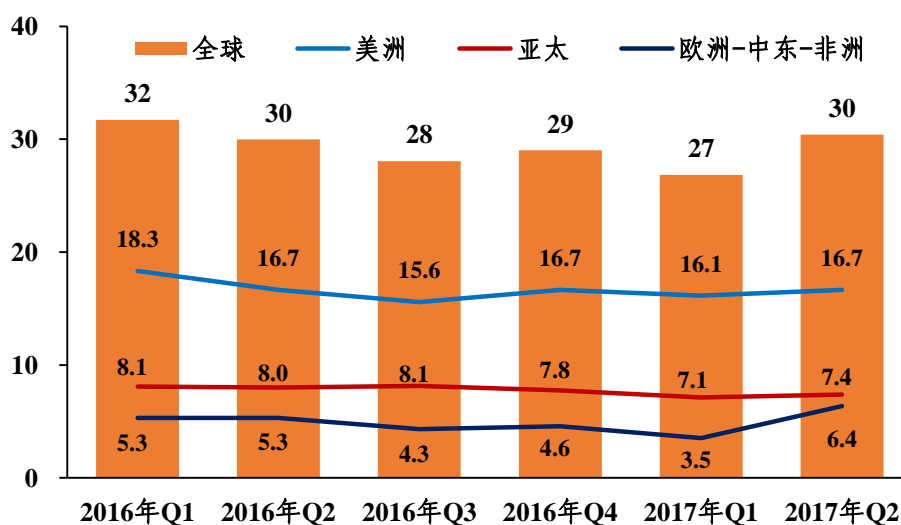
数据来源：WFE、上交所资本市场研究所

（四）股票成交

上半年，全球股票成交额合计 57 万亿美元，较去年同期下滑 7%，市场交投仍较为清淡。分地区来看，美洲地区、亚太地区和欧洲 - 中东 - 非洲地区的股票成交额分别为 33 万亿美元、14 万亿美元和 10 万亿美元，较去年同期减少 6%、10% 和 7%。分季度来看，2 季度全球主要股票市场成交 30

万亿美元，较去年同期和今年 1 季度分别增长 1% 和 13%。

图 10 全球不同地区股票市场成交额



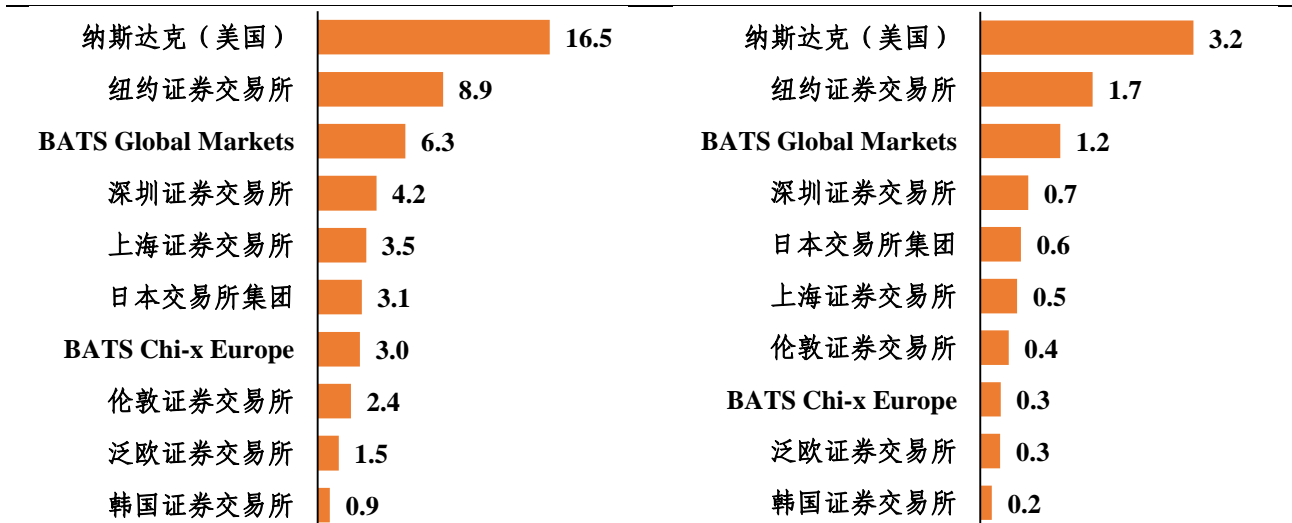
注：股票成交额单位为万亿美元

数据来源：WFE、上交所资本市场研究所

图 11 全球主要股票市场成交额

(2017 年 1 - 6 月)

(2017 年 6 月)



注：股票成交额单位为万亿美元

数据来源：WFE、上交所资本市场研究所

从各交易所来看，上半年纳斯达克市场股票累计成交 16.5 万亿美元，居全球首位；深交所、上交所的股票成交额分别为 4.2 万亿美元和 3.5 万亿美元，分别居全球第 4、第 5

位。全球排名第 1、前 3 和前 5 的交易所股票成交额占比分别为 29%、55%和 69%，交易集中度较过去有所下降。6 月份，全球主要交易所股票成交额合计 10.3 万亿美元。

二、市场发展趋势

2017 年上半年，全球主要股指普遍上涨，全球主要交易所不断推陈出新，继续推动资本市场发展。展望全球证券市场未来发展趋势，主要有以下特征。

交易所行业不断改革创新，持续提高自身竞争力。目前，各交易所的业务模式以交易清算为主，这一模式的缺点显而易见，易受市场波动影响。以港交所为例，由于交易量的大幅下降，2016 年清算业务收入同比下降近 20%，营业收入同比下降近 17%。“靠天吃饭”的业务模式成为各交易所共同面对的发展困境。在经营业绩压力的驱动下，各交易所特别是已上市的交易所不得不延伸服务范围、培育增长新动能，在多领域不断改革创新。

在业务创新方面，新加坡交易所称，正在讨论成为亚洲第一个开放双重股权架构的交易所，以吸引科技企业前去上市。港交所即将成立创新板，目标挂牌公司定位于科技公司和创新产业，并希望成为各国完成“一带一路”计划所需资金的募集平台。卢森堡绿色交易所正在建构市值超过 23 亿美元的永续债及社会计划债券平台，以扩大其社会责任投资上市商品涵盖范围。在产品创新方面，美国证监会（SEC）

于5月初核准了纽交所 Arca 提出的四倍杠杆型 ETF 及四倍看空型 ETF 的上市交易申请，这是 SEC 首次允许大于三倍的杠杆 ETF 产品上市。四倍杠杆型 ETF 设计为追踪 SP500 近月期货合约价格的四倍涨幅，而四倍看空型 ETF 则是追踪 SP500 近月期货合约价格的四倍跌幅。此外，以色列国会在3月投票通过，允许将特拉维夫交易所由会员制转为公司制，以期转变为更具竞争力的全球性交易所。

美日证券市场再推延迟措施，高频交易前景更加黯淡。

高频交易原本旨在做市并提供流动性，但越来越多的研究表明，高频交易也带来如交易的不公平性、极端情形下消耗市场流动性等问题，特别是在市场暴跌时，高频交易作为净卖出方，不但未能有效提供市场流动性，反而会加速市场下跌。高频交易成交量巨大，市场影响不容忽视。市场机构 Tabb Group 估计，高频交易曾占美国股市成交量的六成以上，日本金融厅估计 2016 年东京证券交易所约有 70% 的交易委托单为高频交易。过去，交易所曾因过于注重盈利、偏袒高频交易公司而饱受批评。为使所有市场参与者处于公平竞争环境，投资者交易所（IEX）率先在 2016 年提出要对股票交易订单施加 350 微秒的延迟。近期，美日监管机构继续推出严厉措施，高频交易前景或许更加黯淡。

5月16日，美国证监会（SEC）批准了 NYSE MKT 市场对进出的委托单增加 350 微秒等延迟措施的申请，这使得

NYSE 成为继 IEX 后的第二个实施人为延迟措施的美国交易所。5 月 17 日，日本国会通过新规，自 2018 年起，要求高频交易商必须在日本设立办公室或拥有代理商，以确保有适当的风险控管措施。此外，欧洲与亚洲部分国家也正在寻求对高频交易采取延迟措施。目前，高频交易行业的盈利仅为高峰时期的七分之一，部分高频交易公司已退出该业务。各国监管措施必将进一步挤压高频交易产业的盈利空间。

证券市场并购投资继续升温，数据技术领域颇受欢迎。

近年来，各交易所积极布局信息技术领域，以数据信息产品持续优化业务模式，试图逐步摆脱过度依赖交易清算业务的被动局面。2016 年年报表明，信息与技术服务收入在全球主要证券交易所营业收入中的占比持续提升，已成为交易所第二大收入来源，对营业收入增长的贡献率仅次于交易清算业务。以洲际交易所为例，在 2016 年并购的 4 家数据技术公司使其该项业务收入达到 19.8 亿美元，同比增长近 1.3 倍，对其营业收入增加额的贡献率达到 90%，成为众多交易所同行的效仿对象。不少交易所在这一领域频繁并购，以补齐数据技术这一短板。

今年 1 月，日本交易所集团购入了英国金融初创公司 Open Gamma 少量股权，该公司将提供软件协助衍生品做市商更精准地计算风险。5 月 30 日，伦交所表示将以 6.85 亿美元现金并购花旗集团固定收益分析服务及相关指数业务，

这一并购将扩大 FTSE Russell 指数业务的规模及能力，并将使用其指数的资产管理总额提高至 15 万亿美元。6 月 2 日，洲际交易所集团公告称，已就并购美银美林的全球研究指数平台达成协议，机构预计，交易完成后，使用洲际交易所指数的资产管理将有近 1 万亿美元。在这两笔并购的带动下，德交所也在 6 月 7 日表示，未来的并购将聚焦于指数、数据分析、外汇及大宗商品等领域，但未披露具体并购对象。

区块链技术重要性凸显，监管机构积极面对。从国际发展趋势来看，区块链技术日益受到金融机构的重视，已被视为下一个可能改变整个金融业的重要技术创新。研究表明¹，区块链技术在证券市场优势明显，有利于降低相关交易成本、提高交易后处理环节效率等。未来，区块链技术还可缩小场内场外产品差距，改变跨境合作和竞争模式，催生新的业务形态。这都将对现有的监管模式形成巨大挑战。为避免被动局面的出现，各国交易机构及监管机构均积极面对。

1 月，美国场外交易网络（OTCXN）加入非营利性区块链技术倡导团体华尔街区块链联盟（WSBA），并将启动其使用区块链技术和智能合约的全球外汇市场的对等交易网络。2 月，欧洲证券市场监管局（ESMA）发布区块链评估报告，报告认为，区块链不可能消除金融市场基础设施机构的存在，如中央证券托管（CSD）和中央交易对手方（CCP），但将会

¹ 牛壮，《区块链技术对境内证券业影响展望》，2016 年。

带来包括提高交易后服务效率等益处，并指出目前的区块链技术仍属早期阶段，监管时机尚未成熟。3月，新加坡金融管理局（MAS）宣布将测试区块链技术在债券交易结算的应用，新加坡交易所负责测试如何将区块链技术应用用于债券交易结算，以提高交易清算效率。此外，还研究如何将区块链技术应用用于货币数字化、国内及跨境支付并透过中央银行账户直接结算等问题。

三、市场风险展望

尽管股市再创新高，但在今后一段时间内，全球资本市场面临的潜在风险因素值得密切关注和重点警惕。

特朗普新政遇阻力，或影响经济增长前景。自特朗普任职美国总统以来，尚无改革法案被国会通过。特朗普支持率已降至 36%，这是自 1975 年以来历任美国总统得到的最低民调支持率。医改方案已于 7 月 25 日折戟参议院，预计短期内难有新突破。税改方面，市场预计进展将会相当缓慢。此次税改包括公司所得税税率由 35% 降至 15%、个人所得税税率由七级降到三级等内容，这是美国近 30 年调整程度最大的一次税改，预计耗时较长，而且下半年国会的工作重点在于修订拨款法案而非讨论税改方案，今年完成税改的概率较低。市场对减税与扩大基建刺激计划无法如期完成的担心导致美元持续大幅贬值，仅在 2 季度美元指数就下跌 5%。这给美国乃至全球经济蒙上了巨大阴影。

美欧央行撤出宽松，或对经济金融造成冲击。市场机构预计，美联储将于 9 月份宣布缩表计划。多家交易商预测，美联储的资产负债表规模将由 2016 年底的 4.45 万亿美元降至 2019 年末的 3.5 万亿左右，2025 年末达到 3.1 万亿美元。

“缩表”势必对全球流动性产生紧缩效应，其他央行将相应调整本国货币政策。机构预计，欧洲央行将于 9 月宣布削减 QE 规模，2018 年起开始削减其当前每月 600 亿欧元的购债规模。两大央行同时撤出宽松，市场对这一预期的消化可能会引起债市的深度调整，从而将风险蔓延至股市及实体经济。

全球股市估值处于历史高位，下跌风险或将显现。美联储加息及缩表、特朗普税改进展缓慢等因素或将使已持续 8 年的美股牛市很快见顶。标普 500 波动率指数（VIX）近期停留在 10 左右，这不仅是 2008 年金融危机以来的最低值，也几乎是历史最低值。这一情形同次贷危机前夕类似，2006 年末 VIX 指数仅有 12，但危机爆发后恐慌情绪则完全暴露出来，2008 年 11 月 19 日，VIX 指数升至 74，达到历史最高水平。机构的交易行为更能表明市场的真实看法。2017 年财报数据显示，淡马锡在其投资组合中抛售 180 亿新加坡元，仅新增投资 160 亿新加坡元，这是自 2009 年 3 月底以来首次出现净撤资情况，反映淡马锡对全球投资前景的谨慎态度。此外，一些主权基金也表达了对市场估值及前景的担忧。

免责声明

报告中观点仅代表作者个人观点，与上海证券交易所无关。在任何情况下，报告中任何内容不构成任何投资建议，不做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归上海证券交易所所有，未获得本所事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本所书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“上海证券交易所资本市场研究所”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

单 位：上海证券交易所资本市场研究所

微 信：上交所资本市场研究所

微信号：sse_yjs

联系人：浦老师

传 真：021-6880 5057

地 址：上海市浦东南路 528 号南塔 12 楼

二维码：



邮 箱：rypu@sse.com.cn

网 址：www.sse.com.cn

邮 编：200120
