

# 上市資訊

2019 年 8 月号（总第 39 期）

发行上市服务中心

2019 年 9 月 5 日

## 目录

### 【发行信息】

股票发行上市信息

债券发行上市信息

### 【交流动态】

上交所重庆基地举办“2019年最新IPO审核形势及科创板政策培训会”

安徽省安庆市金融干部及企业家走进上交所

上交所举办新疆多层次资本市场新规解读专题培训班

### 【专题研究】

2019年上半年全球资本市场运行简析

### 【市场前沿】

美国长期资金入市发展研究及对 A 股市场的启示

## 【发行信息】

### ■ 股票发行上市信息

#### 1、股票发行融资情况

截至8月31日，今年上交所主板IPO上市企业40家，募集资金406.96亿元；科创板IPO上市企业28家，募集资金413.37亿元。

#### 2、在会审核企业情况

截至8月31日，证监会按周公布的在审企业共计569家。其中，上交所在审企业278家（主板176家，科创板102家），深交所在审企业291家（中小板96家、创业板195家）。

#### 3、新增IPO申报情况

截至8月31日，今年新增IPO申报企业共计451家，其中，上交所255家（主板103家，科创板152家），深交所196家。

### ■ 债券发行上市信息

#### 1、公司债发行情况

截至8月31日，本所2019年已完成公司债累计发行1319只，发行金额15572.74亿元。

#### 2、资产支持证券发行情况

截至8月31日，本所2019年已完成资产支持证券挂牌378只，挂牌金额4456.58亿元。

#### 3、债券上市情况

截至8月31日，上交所各类债券挂牌数量已达14255只，比去年底增加2166只，增幅17.92%；债券托管金额已达9.24万亿元，比去年底增加8557亿元，增幅10.21%。

## 【交流动态】

1、2019年8月26日，由重庆市地方金融监管局、重庆证监局、上海证券交易所资本市场服务重庆基地联合主办，重庆江北嘴国际投融资路演中心承办的“2019年最新IPO审核形势及科创板政策培训会”在重庆市江北嘴国际投融资路演中心路演大厅举行。上海证券交易所副总经理阙波在会上表示，上交所将依托重庆基地，继续加大投入，厚植重庆，服务好重庆及西部资本市场。（供稿人：徐娜）

2、2019年8月12日，安徽省安庆市副市长戴钦公带领安庆市金融干部及重点拟上市企业高管，赴上交所学习交流。上交所潘学先监事长对戴市长一行表示热烈的欢迎，发行上市服务中心专家就多层次资本市场、IPO审核形势和企业财务规范等内容做了详细介绍，并和企业就相关具体问题进行了交流。代表团还参观了中国证券博物馆，近距离感受和学习中国证券行业的发展历程。（供稿人：周宇）

3、2019年8月2日，上交所发行上市服务中心与新疆上市公司协会在乌鲁木齐联合主办“2019年多层次资本市场新规解读专题培训班”。来自上交所、上期所、全国股转系统的专家以及新疆证监局代表分别就“企业上市的形势与策略”、“科创板企业上市核心要点”、“债权融资工具选择及应用”及“新疆拟上市企业辅导监管工作”进行授课。（供稿人：裴奇）

## 【专题研究】

# 全球主要股指集体上涨 新兴技术改变市场生态 ——2019 年上半年全球资本市场运行简析

上交所资本市场研究所 缪斯斯 张晓斐

2019 年上半年，全球主要股指集体上涨，A 股三大指数涨幅居前。全球 IPO 活动继续放缓，IPO 数量和筹资额双双下降；股票总市值重新突破 80 万亿美元，但仍低于去年同期水平；全球股票成交放缓，仅亚太市场小幅增长。同时，各类创新平台和产品业务不断涌现，以区块链、大数据为代表的新兴技术正在改变整个市场生态，各国监管机构也在思考应对新技术带来的监管挑战。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。一是新贸易保护主义给全球经济增长带来较大不确定性；二是各国央行降息潮加速，长期内股市下行风险增大。

## 一、市场运行概况

### （一）股票市场

2019 年上半年，全球主要股指全部上涨，股票总市值重新突破 80 万亿美元，但一级市场继续遇冷，全球股票交易活跃度也有所下降。

## 1. 俄罗斯股指领涨全球，深证创业板指市盈率远高于其他

2019年，在美联储加息节奏放缓等因素的影响下，全球股市普遍上涨，18只重要股指全部上涨。俄罗斯RTS指数涨幅遥遥领先其他股指，涨幅达到29%。A股涨幅居全球前列，深证成指、创业板指和上证综指的涨幅分别达到27%、21%和19%。纳指、标普500和道指分别上涨21%、17%和14%。德国DAX指数等10只股指的涨幅在10%至18%之间；孟买SENSEX30指数等股指的涨幅不足10%。

截至6月底，全球主要股指的市盈率集中在10倍至30倍区间之间。其中，深证创业板指的市盈率达到44倍，远高于其他股指；孟买SENSEX30指数、纳指和标普500指数的市盈率在20倍和25倍之间；道指等12只股指的市盈率在10倍和20倍之间；俄罗斯RTS指数的市盈率最低，仅为5倍。全球主要股指的股息收益率集中在2%至6%区间之间，其中，俄罗斯RTS指数的股息率达到7%，远超其他股指；澳洲标普200指数和富时100指数的股息率分别达到5.5%和4.4%；孟买SENSEX30指数股息率最低，仅为1.1%。总体而言，全球股指市盈率和股息率较去年上半年无明显变化。

## 2. 全球IPO活动继续放缓，IPO数量和筹资额双双下降

上半年，全球IPO公司数合计615家，较去年同期下降23%。分地区来看，美洲地区IPO数量继续增长，上半年新上市公司达140家，同比增长27%；亚太地区和欧洲-中东-非

洲地区 IPO 活动进一步放缓，上半年新上市公司数量分别为 347 家和 128 家，分别同比下降 42% 和 28%。亚太地区仍是 IPO 主要集聚地，但市场份额较去年同期下滑 12 个百分点；美洲地区的市场份额由去年同期的 12% 增至 23%。今年 2 季度，全球 IPO 公司数为 397 家，同比下滑 2%；6 月份，全球新增 IPO 公司数 129 家，环比增长 2%，但同比下降 22%。

从各交易所来看，纳斯达克（美国）、港交所和多伦多交易所的 IPO 公司数分别为 77 家、74 家和 42 家，位居全球前三；深交所和上交所 IPO 公司数分别为 37 家和 29 家，位居全球第 4 位和第 6 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 13%、31% 和 41%，市场集中度有所下降。6 月份，港交所 IPO 数量为 18 家，位居全球首位。

上半年，全球 IPO 筹资额合计 762 亿美元，较去年同期下降 10%。其中，美洲地区 IPO 筹资额为 323 亿美元，同比增长 16%，市场份额达 42%；亚太地区和欧洲 - 中东 - 非洲地区的 IPO 筹资额分别为 272 亿美元和 167 亿美元，同比下降 30% 和 9%，市场份额分别为 36% 和 22%。今年 2 季度，全球主要交易所 IPO 筹资额为 587 亿美元，同比增长 20%，比今年 1 季度增加 235%。6 月份，全球主要交易所 IPO 筹资额 189 亿美元，环比和同比分别减少 20% 和 15%。

从各交易所来看，纽交所、纳斯达克（美国）和港交所的 IPO 筹资额分别为 168 亿美元、137 亿美元和 89 亿美元，位居

全球前三；上交所和深交所排名位居全球第 5、第 6 位；胡志明交易所筹资额达 24 亿美元，跻身全球前十。全球排名第 1、前 3 和前 5 的交易所 IPO 筹资额占比分别为 22%、52% 和 66%，市场集中度有所下降。6 月份，纳斯达克（美国）IPO 筹资额达 36 亿美元，位居全球首位。

从新上市公司来看，上半年 IPO 筹资净额超过 10 亿美元的公司共有 34 家，其中前五大 IPO 公司的筹资净额合计达 180 亿美元，纽交所占据三席。优步集团筹资 81 亿美元，成为今年上半年筹资规模最大的 IPO 公司；另一网约车巨头 Lyft 在纳斯达克上市，筹资 26 亿美元，筹资规模位居全球第三。

### 3. 全球股票总市值重新突破 80 万亿美元

截至 6 月底，全球主要交易所股票市值规模约为 82 万亿美元，较去年同期下滑 2%，较 5 月增加 2%。从各地区来看，美洲地区股票总市值达 39 万亿美元，同比增长 2%，全球占比 48%；亚太地区和欧洲 - 中东 - 非洲地区的股票市值分别为 25 万亿美元和 19 万亿美元，分别同比下降 9% 和 2%，全球占比分别为 30% 和 23%。

从各交易所来看，纽交所、纳斯达克（美国）和日本交易所的股票总市值继续位居全球前三。上交所、深交所的股票总市值分别排名全球第 4 位、第 8 位。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 29%、50% 和 62%，市场集中度有所上升。

从公司规模来看，纽交所市场市值规模前五大公司分别为伯克希尔、阿里巴巴、强生公司、摩根大通和 VISA，合计市值占比 8.4%，其中，阿里巴巴市值规模增长最大，较去年年底增长 25%。纳斯达克市场市值规模前五大公司分别为微软、亚马逊、苹果、谷歌和脸书，合计市值占比 36%，其中，脸书市值规模增长最大，增幅达 47%。

#### 4. 全球股票成交放缓，亚太市场小幅增长

上半年，全球股票成交额合计 60 万亿美元，较去年同期下降 21%。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 36 万亿美元、18 万亿美元和 6 万亿美元，全球占比分别为 60%、30% 和 10%。2 季度，全球主要股票市场成交 30 万亿美元，同比下降 28%，较 1 季度增长 1%。6 月份，全球主要股票市场成交 8 万亿美元，同比下降 31%，环比下降 19%。

从各交易所来看，上半年纳斯达克（美国）股票成交 20.2 万亿美元，居全球首位；深交所、上交所的股票成交额分别为 5.8 万亿美元和 4.6 万亿美元，位居全球第 4 位、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 34%、58% 和 77%，交易集中度较过去有所上升。6 月份，纳斯达克（美国）股票成交 3.3 万亿美元，蝉联全球首位。

#### （二）债券市场

全球主要国家国债收益率普遍下跌。2019 年 3 月，美国 10



年期国债收益率跌破 3 个月期国债收益率，美债收益率出现倒挂，这是自 2007 年年中以来的首次，反映了市场对美国经济陷入衰退的担忧。叠加其他不确定性的影响，多国国债收益率出现下跌。截至 2019 年 6 月底，发达国家 10 年期国债收益率普遍低于 2%，其中，美国等 5 国的 10 年期国债收益率在 1% 至 2% 之间；意大利的 10 年期国债收益率达到 2.1%；法国、日本和德国的 10 年期国债收益率跌破零。与发达市场相比，新兴市场的国债收益率依然高企，巴西、印度和中国的收益率分别达到 7.5%、6.9% 和 3.2%。与去年年底相比，各国国债收益率普遍下跌，其中，巴西、澳大利亚的跌幅超过 100 个基点；新加坡与中国的收益率则相对稳定。

### （三）ETF 市场

全球 ETF 成交额小幅下降，美洲市场占据主导地位。WFE 数据显示，2019 年上半年，全球 ETF 累计 1.3 万只，较 2018 年末增加 607 只；成交额为 10.7 万亿美元，同比减少 5%。其中，美洲地区、亚太地区和欧洲 - 中东 - 非洲地区 ETF 成交额分别为 9.8 万亿美元、0.8 万亿美元和 0.1 万亿美元，分别同比减少 3%、13% 和 31%，市场占比分别为 92%、7% 和 1%，美洲市场仍是全球 ETF 产品主要的成交市场。从各交易所来看，纳斯达克（美国）、纽交所和 BATS 全球市场 ETF 成交额分别为 5.2 万亿美元、2.3 万亿美元和 2.2 万亿美元，位居全球前三；上交所和深交所 ETF 成交额分别为 0.2 万亿美元和 0.1 万亿美

元，位居全球第 4 位和第 8 位。

#### （四）衍生品市场

全球衍生品交易量有所增长，股票和货币类产品交易活跃。WFE 数据显示，2019 年上半年，全球场内衍生品交易量累计 135 亿张合约，同比增长 2.1%。其中，股票和商品类衍生品交易量有所增长，分别同比增长 8% 和 14%；利率类和货币类衍生品交易量较过去有所下降，分别同比下降 2% 和 36%。从各交易所来看，印度国家交易所、芝加哥商品交易所和德黑兰交易所的衍生品交易量分别为 27 亿、25 亿和 10 亿张合约，位居全球前三。

#### 二、市场发展趋势

2019 年上半年，各类创新交易平台和产品业务不断推出，以区块链、大数据为代表的新兴技术正在改变整个市场生态，各国监管机构也在思考应对新技术带来的监管挑战。

美国减轻小型企业审计要求，加大吸引企业发行上市。近年来，美国交易所市场的首次公开发行的公司数量不断下滑。尽管 2019 年有不少公司在美国上市，包括网约车巨头 Uber 和 Lyft、社群媒体 Pinterest、另类肉品初创公司 Beyond Meat 等，然而，美国 IPO 数量较过去出现下滑仍是不争的事实。许多美国商会等团体鼓吹放宽审计规范，认为高昂的审计成本是造成 IPO 低落的原因。美国证监会（以下简称 SEC）于 5 月 9 日通过一项提案，允许年度获利不到 1 亿美元的小型公开发行公司

豁免独立外部审计师认证公司内部控制审计条款是否充分的要求，以吸引更多公司上市。不过，该提案不会改变 2002 年萨班斯法案（Sarbanes-Oxley Act）的关键保护措施，如设立独立审计委员会、财务报告需要 CEO 及 CFO 签核以及公司持续营运和 ICFR 有效性评估等要求。此外，SEC 也推行了一系列改革政策，以提高美国资本市场的吸引力，增加首次公开发行数量，包括允许公司在 IPO 前与潜在投资者私下讨论 IPO 计划，允许公司向 SEC 提交保密 IPO 申请文件等。

市场处于低波动运行阶段，暗池交易更加活跃。过去数月，证券市场运行相对平静，更多交易通过暗池进行撮合。根据研究机构 Tabb Group 的数据，2018 年 12 月美国股票通过暗池与其他场外平台交易的比重为 34.7%，2019 年 4 月，这一比重增加至 38.6%，并创下近一年多以来新高。当市场波动剧烈时，由于价格瞬息万变，交易员往往希望在价格往不利方向变动前尽快完成交易，通常倾向在交易所下单，让买卖委托单能向所有市场参与者公开，确保订单迅速成交。当市场较平静、波动率较低时，交易员没有快速完成交易的时间压力，可以多花些时间在暗池中寻找交易对手。然而，暗池交易平台不时引发争议。美国 SEC 通过新法规强制要求，暗池必须加强透明化运作方式，但相较于传统的股票交易所市场，暗池面对的监管法规仍较为宽松。

华尔街大型金融机构计划成立交易所，挑战纽交所和纳斯

**达克等传统交易所地位。**近期，华尔街大型金融机构计划成立一个低成本交易所，新交易所旨在加强竞争、提升营运透明度、降低固定成本以及简化股票交易，同时与纽交所和纳斯达克展开竞争。新交易所为会员交易所（Members Exchange, MEMX），由美银美林、嘉信理财、网络券商 E\*TRADE Financial Corp、TD Ameritrade Holdings、瑞银集团、高频交易以及做市商 Virtu Financial、摩根士丹利、富达投资和 Citadel 共 9 家机构出资管理。MEMX 计划提供简单的交易模式，采用基本类型的委托单和最新技术，对于市场数据、联机及交易费用采取低廉定价，主要服务于其创始机构的散户及法人客户的整体利益。其实，这不是金融业第一次挑战传统交易所。10 年前，花旗、瑞士信贷、德意志银行、摩根大通、雷曼兄弟、摩根士丹利以及美林等金融机构曾支持成立低成本交易所 BATS，其他金融业巨擘也成立了 Direct Edge 交易所，目标同样是降低交易成本。这两家交易所的市场占有率快速成长，于 2014 年合并成为全球最大的股票交易所之一，目前被 CBOE 全球市场所拥有。欧洲一些银行也做过类似的尝试，成立 Turquoise 交易所支持跨境股票交易，希望促使传统交易所降低数据费用，但最终被伦交所收购。

**境外交易所利用新技术，建立新兴交易平台。**瑞士证券交易所宣布，预计于 2019 年底或 2020 年初推出以区块链打造的全新交易平台 SIX 数字交易所（SIX Digital Exchange, SDX）。

SDX 新平台将采用区块链分布式账册的技术，结合传统金融与虚拟货币技术，初步规划 SDX 交易平台将与现行的瑞士交易所同时运行。SDX 交易所可交易数种虚拟资产，并预计 10 年后现有的交易系统将被 SDX 交易平台所取代。平台正式上线后，将逐步导入债券、ETF 以及其他代币化的证券与资产，最后上市股票。任何资产上市之前，都以严谨的审查程序将资产数字化。虽然瑞士交易所是第一家建立合法化、受监督的数字资产交易平台，但许多交易所也正着手进行类似计划。比如，德国交易所成立一个新部门，专门研究区块链与数字资产等相关科技的应用，并于 2019 年 2 月提出将推出以加密货币交易商品期货的计划，可采用的加密货币包含比特币、以太币及瑞波币；泰国证券交易所也正在规划建立一站式数字资产平台，为用户提供数字钱包服务以及良好的操作系统，并预计于 2020 年推出平台；马来西亚证券交易所正在展开证券借贷的概念验证，希望借助区块链技术来提高业务透明度。

**监管科技应用加速，各类监管创新举措陆续推出。**目前，各国监管部门对创新监管举措兴趣浓厚，许多国家研究开展监管沙盒等创新举措。作为最早设立监管沙盒的国家，英国不断探索监管沙盒等机制并将沙盒概念向全球推广。2019 年 1 月，由英国金融行为监管局发起的全球金融创新网络（GFIN）开放申请，该创新网络由全球 12 家金融监管机构联合组建，致力于支持符合消费者利益的金融创新，可视为跨国监管沙盒。目

前，8 家企业已完成初步筛选，将进入下一阶段的跨境测试。2019 年 5 月，英国金融行为监管局就跨部门沙盒（Cross-Sector Sandbox）设想征求意见，跨部门沙盒可使企业在多个监管部门同时监督的受控环境中测试其产品服务。同时，美国监管部门在创新监管措施方面也有所推进。2019 年 1 月，美国怀俄明州通过监管沙盒立法，加入监管沙盒的机构可获得部分监管豁免，但必须缴纳与业务风险相当的保证金，并明确提示消费者各类风险。美国金融业监管局于 5 月发起一项改革数字平台计划，旨在整合和简化经纪公司与其的数字互动，实现更高效的合规管理。亚洲和非洲部分国家的有关监管部门也开始探索监管沙盒。今年 3 月，肯尼亚资本市场管理局（CMA）批准了监管沙盒政策指导说明，并于 5 月起接受金融科技公司进入其监管沙盒的申请。4 月，韩国金融服务委员会正式启动金融监管沙盒，截至 6 月底，已有共 37 家企业获准进入沙盒。印度储备银行（RBI）于 4 月公布金融科技监管沙盒的框架草案，加密货币和加密资产等被列入不接受测试的负面清单。5 月，印度证监会（SEBI）推出创新沙盒（Innovation Sandbox），为不受其监管的金融科技公司提供一个独立于市场的线下测试环境，推动在印度证券和商品市场开展产品、服务和解决方案试验的各类金融科技企业参与创新沙盒。

**加密资产存在分歧，各国监管态度差异较大。**随着科技飞速发展，各类加密资产应运而生，全球监管机构对加密资产看

法不一，部分国家秉持禁止态度，但仍有许多国家正将其纳入法律监管框架中。2019年1月，韩国政府重申禁止国内首次代币发行（ICO），维持2017年9月发布的“全面禁止ICO”措施，并再次向投资者警示投资加密货币风险。马来西亚加密货币法规于2019年1月生效，将数字货币归为证券，置于马来西亚证监会的监管之下。同一时间，英国金融行为监管局就加密货币监管范围发布《加密货币指南》征询文件，表示将减轻加密货币对消费者和市场完整性的危害，防止利用加密货币进行非法活动，防范对金融稳定的威胁。美国金融犯罪执法网络（FinCEN）于5月发布指南，将对货币服务的监管框架应用于某些可转换的虚拟货币，要求涉及可转换虚拟货币的业务或个人，承担相同的注册要求以及反洗钱、记录保存和报告责任。值得注意的是，2019年6月，全球最大社交网络公司脸书（FaceBook）上线加密货币 Libra 官网并公布白皮书，计划于2020年上半年发行 Libra。全球监管机构对此持有不同态度。其中，美国主流态度是加强监管，美联储主席认为加密货币还处于起步阶段，Libra 不会影响货币政策，但支持对其监管。欧洲各国态度分歧较大，英格兰银行行长持包容开放态度，但强调要以最高标准实施监管；俄罗斯则表示 Libra 会对俄罗斯金融体系构成威胁，将不会在俄合法化；法国财政部长指出，脸书必须确保 Libra 不会损害消费者权益或被用于非法活动，政府要防范其可能导致的恐怖主义融资等风险。此外，近期许

多与区块链和加密货币相关的证券产品也陆续推出。比如，美国景顺资产公司（Invesco）于2019年3月11日在伦交所推出区块链ETF，成为伦交所首只区块链ETF，成分股涵盖全球48家涉及区块链技术发展、应用且有获利的企业，包括苹果、英特尔、超威半导体、台积电、芝加哥期货交易所、支付处理公司Square、加密货币营运商Monex等。目前，美国已经推出7只区块链ETF。此外，瑞士交易所继比特币ETP及一篮子加密货币ETP之后，于今年3月挂牌以太币ETP，继续推动加密货币相关的产品发展。

### 三、市场风险展望

上半年，全球市场运行较为稳定，股指普遍上涨，然而全球经济分化加大，贸易摩擦与地缘政治冲突或继续加剧。今后一段时间内，全球资本市场面临的潜在风险因素更需密切关注和重点警惕。

一是新贸易保护主义给全球经济增长带来较大不确定性。中美双方在上海的第十二轮中美经贸高级别磋商已经结束，双方就经贸领域共同关心的重大问题进行了深入交流。但仍有分析指出，中美贸易冲突已成为全球经济增长承压、商业信心各综指滑坡的主要来源，存在向双边谈判“持久化”，以及裹挟进更多发展中经济体“扩大化”的双重特征，短期内或很难快速让市场恐慌情绪冷却下来。世界银行6月发布报告，预计2019年全球贸易仅增长2.6%，为2008年国际金融危机以来最



低水平。国际货币基金组织前总裁拉加德最近在给二十国集团财长及央行行长的一份简报中指出，关税争端打击市场与投资者信心，导致总共 4550 亿美元的损失，这相当于让 2020 年全球经济总量减少 0.5%。展望下半年，中美及全球贸易纠纷、多国之间的自由贸易框架谈判进程所引发的“贸易转移效果”及“贸易创造效果”可能会给市场带来较大不确定性。

**二是各国央行降息潮加速，长期内股市下行风险增大。**7月31日，美联储联邦公开市场委员会（FOMC）宣布降息 25 个基点，将联邦基金基准利率范围下调至 2%-2.25%，这是 2008 年底以来首次降息。美联储宣布降息后的四小时内，已有四家央行跟随降息，巴西央行宣布降息 50 个基点，超出市场预期的 25 个基点。此前，阿联酋、巴林和沙特等中东三国已经效仿美联储，降息 25 个基点。据统计，今年以来，已有超过 20 家央行降息，降息呈现出蔓延的态势，并逐渐从新兴经济体蔓延至发达经济体。宽松、降息已明确成为全球货币政策的主题。部分市场人士指出，这并非是一个乐观的信号。短期内，降息有利于提振市场情绪，利率的下行也有助于风险资产估值的提升；但从另一方面来看，降息在一定程度上是对基本面恶化的确认，也是经济下行的信号，在这种背景下，股票市场的表现往往不佳；特别是在美股尚处于高位时，降息向市场传递了经济变差的利空消息。展望下半年，全球股市可能面临着较大不确定性。（摘编：黄玲）

## 【市场前沿】

# 美国长期资金入市发展研究及 对 A 股市场的启示

上交所资本市场研究所 张晓斐

过去的半个世纪，特别是上世纪九十年代以来，美国股市规模快速增长。这一现象的原因之一是大量长期资金涌入股市，养老金、保险资金等或直接投资股市、或通过共同基金和私募等间接投资股市，为美股的成长发展提供了稳定的资金供给。本文聚焦于美股长期资金入市这一因素，重点分析了长期资金持股规模的问题，以期为我国长期资金入市提供经验借鉴。

## 一、美国股市发展简介

### （一）美股规模变迁

美股市值规模的大幅增加始于上世纪九十年代初期。在二战后至上世纪九十年代之前的相当长的时间里，美股市值规模一直较小，1989年年末，美股上市股票市值首次达到3万亿美元。从1991年起，美股规模开始突飞猛进，到1997年年末，上市股票市值达到10.8万亿美元。进入21世纪，尽管有“互联网泡沫”破灭、“911事件”、“次贷危机”等的冲击，但并未从根本上改变美股持续增长的趋势。

如今，美国股市已是全球最大的资本市场。2018年年底，美国的公司及个人持有股票的总市值达到42.8万亿美元，其中，

持有国内股票 35 万亿美元，持有国外股票（含 ADR）7.8 万亿美元。在 35 万亿美元的国内股票中，未上市股票市值达到 4.5 万亿美元，上市股票市值达到 30.5 万亿美元，上市股票市值遥遥领先于其他国家的资本市场规模；纽交所和纳斯达克的市值分别达到 20.7 和 9.8 万亿美元，位居全球第一和第二，遥遥领先于其他交易所。可以说，尽管美股市场历史悠久，当前的规模十分庞大，但真正的腾飞却是始于上世纪九十年代初期。

## （二）投资者结构变迁

家庭等个人投资者持股占比低于 50% 始于上世纪九十年代初期。在二战后相当长的一段时间内，家庭等个人投资者一直是美股的主要持有者。在 1953 年之前，家庭等个人投资者的持股占比在 90% 以上；此后，持股比例持续下降，1967 年、1978 年、1973 年和 1984 年，家庭等个人投资者的持股占比分别首次跌破 80%、70%、60% 和 50%。在八十年代末期，家庭等个人投资者的持股占比有所上升，再次回升至 50% 左右，但是，从 1993 年起，家庭等个人投资者的持股占比便开始呈持续下降趋势。2018 年年底，这一比例为 36.4%，持股规模达到 15.6 万亿美元。但养老金与共同基金的持股占比先后稳步增加，“挤出”了个人投资者的份额。

## 三、长期资金入市研究

### （一）共同基金

#### 1. 制度背景

共同基金起源于欧洲，最初的形式是投资信托，与今天的封闭式基金类似。上世纪 20 年代，投资公司开始在美国流行起来。1924 年，第一批发行可赎回份额基金即共同基金在波士顿发行。1929 年股市崩盘，由于反向杠杆及价格折扣等原因，封闭式基金跌幅远大于股市和共同基金，投资者对其避之不及，反而为共同基金提供了发展机会。

在此后的一个世纪里，美国共同基金实现了快速成长，其原因可以总结为四个方面，一是强大的美国证券市场以及共同基金本身的独特特点，如限制杠杆效应等，这使得共同基金收益率较高且相对稳定，对投资者充满吸引力。二是增长的中产阶级、鼓励美国人为退休而进行储蓄和投资的有关政策，这为共同基金的发展提供了稳定的资金供给。三是完善的法律制度，如《1936 年税收法》为共同基金提供了一定的税收优惠，《1940 年投资公司法》规定了共同基金和其他投资公司的结构和日常运作。四是美国证券交易委员会（SEC）强有力又能按照市场发展而及时调整的监管措施，这为共同基金在长期内健康发展提供了强有力的保证。如今，美国共同基金行业规模巨大，遥遥领先其他市场的基金规模。

共同基金的发展离不开美国的各种退休计划。这些养老金最初的投资相当保守，比如，401K 计划只提供保险公司的保证投资合同、单个股票共同基金或公司股票两种投资选择。但是，受益于当时的法律规定、共同基金自身的宣传等因素，共同基

金快速吸引到了大量养老金资金。美国投资协会前主席芬克认为，个人退休账户（IRA）和固定缴费计划（DC计划）对共同基金的影响非常大，这些资金年复一年地推动着现金流进入共同基金，投资流比非退休资金要平稳得多。

除了养老金为共同基金提供了源源不断的资金供给，美国分业经营的监管政策不断松动，也为共同基金提供了发展机遇。自上世纪六十年代末开始，保险公司、券商、银行先后“曲线”加入共同基金。1999年11月，美国通过《金融服务现代化法》，标志着美国金融业由分业经营体制彻底转向混业经营，此后，不少券商和银行纷纷开办自己的共同基金，进一步推动了共同基金的整体增长。

## 2.入市情况

美国共同基金规模的突破始于九十年代初期。美国共同基金行业历史悠久。但是，在过去很长的一段时间内，共同基金规模都很小，在1986年之前，共同基金规模始终不超过三千亿美元。1986年至1991年，共同基金规模开始有所增加。但直到1992年，共同基金规模首次突破万亿美元，达到1.1万亿美元。此后，共同基金步入真正的高速发展阶段。伴随着美股规模的增长而增长，伴随着美股的下跌而有所缩减。但整体而言，自九十年代初期以来，共同基金实现了快速增长，2018年，美国共同基金规模达到14.7万亿美元。

共同基金的资产构成主要是公司股票。一直以来，公司股

票都是共同基金配置最多的资产。在 1974 年之前，公司股票与基金资产之比一直在 80% 以上。不过，当时，共同基金的规模较小，持股规模也不大。从 1974 年起，共同基金的持股比例开始下降，1991 年，这一比例降至 40%，这是史上最低点。此后，持股规模和持股比例均开始增长。1992 年，共同基金规模首次突破万亿美元，达到 1.1 万亿美元；与此同时，持股比例上升至 44%。此后，伴随着美股规模的增长，共同基金的规模与持股规模、持股比例均开始上升。1999 年，共同基金的持股规模达到 4 万亿美元，持股比例达到 78%，持股比例是近二十年来的峰值。近年来，共同基金的持股比例在 66% 左右。2018 年，共同基金规模达到 14.7 万亿美元，持股规模达到 9.7 万亿美元，持股规模占到共同基金总规模的 66%。

从共同基金类型来看，国内股票型基金始终是主流。自 1991 年以来，国内股票型基金的规模与共同基金总规模之比始终在四成以上。1999 年，这一比例曾经达到了 66.2%。2018 年，国内股票型基金的规模达到 6.8 万亿美元，与共同基金总规模之比达到 46%。应税债券基金、国外股票型基金、混合型基金和市政债券基金的规模分别达到 3.4 万亿美元、2.4 万亿美元、1.4 万亿美元和 0.7 万亿美元。

## （二）养老金

### 1. 制度背景

美国现行的养老保险制度主要由三部分构成。一是由政府

主导、强制施行的社会养老保险制度，即联邦退休金制度；二是由企业主导、雇主和雇员按比例共同缴费的企业补充养老保险制度及企业年金计划，如 401K 计划；三是由个人负责、自愿参加的个人储蓄养老保险制度，即个人退休金计划( Individual Retirement Account, IRA )。

401K 计划来自于美国 1978 年《国内税收法》新增的第 401 条 K 项条款的规定，是一种适用于私人营利性公司，由雇主、雇员共同缴费建立起来的完全基金式的养老保险制度，属于缴费确定型计划 (DC 计划)，实行个人账户积累制。该新增条款于 1979 年得到法律认可，1981 年又追加了实施规则，上世纪九十年代迅速发展，逐渐取代了传统的社会保障体系，成为诸多雇主首选的社会保障计划。

个人退休金计划来自于 1974 年美国总统福特签署的《雇员退休收入保障法》( Employee Retirement Income Security Act, ERISA )，该立法明确提出传统 IRA 的两个作用：一是为没有被退休计划覆盖的个人提供税收优惠储蓄计划；二是当雇员工作变动或退休，允许雇员将雇主发起的退休计划资产转入 IRA。该计划一经推出便受到美国工薪阶层的欢迎。经过几十年发展，IRA 目前存在多种不同类型，其中覆盖面最广的是传统 IRA 计划与罗斯 IRA 计划 ( Roth IRA )。

各种退休金计划的初衷是为了鼓励美国国民增加养老储蓄，但在自身利益诉求和外部监管政策变化的影响下，养老金

通过直接投资或者借道共同基金以及私募等渠道涌入股市，推动了股市发展，同时，股市也为养老金带来了丰厚的回报，形成了良性循环。

## 2. 入市情况

美国养老金规模巨大。在八十年代之前，美国养老金规模一直不大。八十年代之后，一方面，养老金政策及 401K 等各类养老金计划不断完善，另一方面，美国经济日益增强，有能力、有意愿为员工缴纳养老金的企业越来越多，养老金的缴纳规模越来越大。美联储数据显示，截至 2018 年年底，养老金总额达到 22.4 万亿美元，是美国持股总市值（42.8 万亿美元）的 52%，是美国上市股票市值（30.5 万亿美元）的 73%。

其中，私人养老金 9.4 万亿美元，州及地方政府退休金 9 万亿美元，联邦政府退休金 4 万亿美元。规模如此巨大的资金要实现保值增值，既是标的资产和投资渠道的发展机遇，又对投资资产的质量提出了较高要求。

公司股票是养老金资产的重要构成。2018 年年末，养老金资产主要配置在寿险资产、公司股票、债券和共同基金，这四大类资产的规模分别是 6.7 万亿、5.1 万亿美元、4.4 万亿美元和 4 万亿美元，占到养老金总规模的 30%、23%、20% 和 18%。但是在 1995 年至 2007 年间（除 2002 年），公司股票的规模一直远高于寿险资产，在次贷危机以后，或许是由于风险规避的原因，降低了股票资产的配置，风险较低的寿险资产的规模开



始增加。在债券类资产中，国债的规模最大，达到近 2.8 万亿美元，公司债和外国债的规模次之，达到 1.2 万亿美元。在养老金的投资资产中，公司股票规模和共同基金占比较高。

养老金大规模持有公司股票始于上世纪九十年代初期。上世纪五十年代，养老金持股也曾有过快速增长的经历。1950 年末，养老金规模 989 亿美元，持股 0.29 亿美元；1951 年和 1952 年年末，养老金的持股规模分别达到 3.16 亿美元和 18.99 亿美元，较 1950 年大幅上涨；在 1958 年、1971 年，养老金的持股规模首次突破百亿、千亿美元。但就整体而言，当时养老金的持股规模较小。1991 年，养老金的持股规模首次突破万亿美元，达到 1.26 万亿美元，较上年增长 35%；并在 2017 年达到了 5.7 万亿美元的峰值。2018 年，养老金持股规模达到 5.1 万亿美元。

养老金大规模持有共同基金始于上世纪九十年代初期。1979 年、1991 年，养老金持有的共同基金规模首次突破百亿美元、千亿美元。此后，养老金持有的共同基金规模和美国共同基金总规模均在不断增长。1998 年末，养老金持有的共同基金规模首次突破万亿美元，达到近 1.2 万亿美元；并在 2017 年达到了 4.4 万亿美元的峰值。2018 年，养老金持有的共同基金规模达到 4 万亿美元。

### （三）国外资金

#### 1. 制度背景

美国没有资本管制等制度，资本完全自由流动，美国之外

的投资者可以自由买卖在美上市的股票。由于美股具有相对稳定且收益率较高的优点，而且美元币值较为稳定，因此，许多外资纷纷投资美股，这些资金包括各国的外汇储备、主权财富基金以及各国富豪们的财富等。

## 2. 入市情况

外资持股规模较为庞大。1991年，外资持有的美股不足三千亿美元，仅为美股总市值的6%。在互联网热潮期间，外资所持美股规模迅速增长，1998年，这一规模首次突破万亿美元，达到1.1万亿美元，是美股总市值的7%。次贷危机以后，外资持股规模及占比均显著增加。2018年，外资所持美股规模达到6.5万亿美元，占到美股总市值的15%。

美国财政部统计了全球28个国家和地区交易美股的明细数据。交易美股最活跃的是加勒比地区和英国，交易规模远超其他国家和地区，近年来，加勒比地区和英国的每月成交额大都在7000亿美元、5000亿美元之上。这或许与这两个地区的离岸金融中心有关系，如开曼群岛、维京群岛等，来自全球的大量财富聚集于此，又从此处投向美国。

外资持有的共同基金规模较小。自1991年以来，外资持有共同基金有三个稳步持续增长的阶段，分别是1991年至1999年、2002年至2007年、2008年至2018年，规模缩减的时段均较为短暂。但是，与外资的持股规模相比，外资持有的共同基金规模很小，与共同基金总规模之比始终不超过7%。

## （四）保险资金

### 1. 制度背景

美国保险市场是世界最大的保险市场，是寿险业最为发达的国家，寿险资产占到全球三分之一以上。寿险资金的资产配置对全世界其他国家具有示范和引导作用。美国保险业取得今日的成就，并不是一蹴而就而是历经百年多次改革的成果。

1930年至1960年，美国政府严格控制保险市场。1933年，《格拉斯-斯蒂格尔法》正式立法，确立了银行、证券、保险分业经营的体制。1961年至1990年，美国逐渐放松对保险市场监管并大力发展海外市场。1991年至2001年，继续放松外资和境外保险机构的市场准入，允许混业经营。1999年，美国总统克林顿签署了《格兰姆-立曲法》取消了金融业分业经营的限制，允许保险公司、证券、银行混业经营，允许成立金融控股公司，同时，该法案允许联邦政府对保险业立法。2001年至2007年，混业经营使保险业发展迅速膨胀。2009年6月，奥巴马政府颁布了《金融监管改革：新基础》成立了隶属于财政部的全国保险办公室，弥补了美国保险监督官协会（NAIC）在法律权限上的不足，使保险监管宏观层面上有了权威的调控机构，促进了保险业的健康发展。保险资金一直是美股资金的重要构成。

### 2. 入市情况

自上世纪九十年代起，相当部分的寿险资金通过共同基金投资于美股。从九十年代初期开始，由于监管政策的放松，投

资共同基金的寿险资金大幅增加。1994 年二季度，寿险公司持有共同基金的规模首次突破 1000 亿美元。此后，持有规模逐年上升，并在 2000 年二季度达到了 6822 亿美元的阶段性高点。在这之后，尽管有“911 事件”、“次贷危机”等对股市造成冲击，寿险资金持有的共同基金随之下跌。但在次贷危机之后，伴随着美股牛市，寿险资金持有的共同基金规模不断增加，近年来，寿险公司持有的共同基金规模稳定在 1.5 万亿美元左右。2018 年，寿险资金持有的共同基金规模为 1.4 万亿美元，这一规模占到寿险总资产的 18%，占到美国共同基金总规模的 10%。根据共同基金的资产配置偏好可以推测出，这些资金中超过一半的资金量进入美国股市。

财险公司持有的共同基金规模较小。1999 年年末，财险公司持有的共同基金仅有 28 亿美元，经过近二十年的发展，该规模已经迅速增长，2018 年年末，持有规模达到 214 亿美元。但是，与寿险资金相比，财险持有的共同基金规模仍然非常小，约是寿险资金有的共同基金规模的 1.5%。

寿险资金与财险资金的直接持股规模不到万亿美元。自 1945 年以来，寿险资金与保险资金的持股规模不断增长，但是，直到 1992 年、1994 年，寿险、财险的直接持股规模才首次突破千亿美元。截至 2018 年年底，寿险资金与保险资金的持股规模分别达到 5416.3 亿美元、3914.6 亿美元，合计达到近 9331 亿美元。

#### 四、启示

目前，我国也有规模庞大的长期资金，主要由银行理财、保险资金、养老金和外资四类。截至 2018 年年底，银行理财规模 32.1 万亿人民币，公募基金中的股票型基金 0.82 万亿人民币；截至 2018 年 11 月末，保险资金运用余额 16.03 万亿人民币；截至 2018 年第二季度末，基本养老金余额为 5.5 万亿人民币，全国社保基金 2.22 万亿人民币，企业年金 1.37 万亿人民币，合计达到 9.1 万亿人民币；合格境外机构投资者（QFII）、互联互通等途径引入的外资投资额度合计近 2 万亿人民币。四类长期资金合计近 62 万亿人民币。在 2018 年年末，A 股市值近 44 万亿人民币。如果有多几个百分点的长期资金进入 A 股市场特别是科创板市场，那么将为股市带来巨大的资金量。

美国长期资金入市与美股腾飞具有高度的同步性。借鉴这一经验，本文建议，

**一是要建立健全制度政策，鼓励长期资金入市。**近期，已有几家银行理财子公司设立，这在制度设计上已经做出了较大突破。未来还可以进一步推进保险资金入市，提高保险资金投资股票和基金的比例，等等。从制度与政策方面允许并鼓励长期资金入市，为 A 股的长期健康发展营造良好的资金环境。

**二是要提高上市公司质量，吸引长期资金入市。**未来要进一步完善股票发行、退市、分红、投资者保护等基础制度，不断提高上市公司整体质量，提高投资者的投资回报，以保障长

期资金的投资安全和稳定的投资回报预期。

**三是提升公募基金等机构的专业能力，为长期资金提供优质服务。**从美国经验来看，长期资金入市一般要依托专业化、高素质的投资管理机构。而在我国，公募基金规模尚小，其中的股票型基金尚不足 1 万亿，基金对股市的促进和稳定作用十分有限，在股市波动期间完全不能发挥“稳定器”的作用。我国公募基金等专业机构要积极贯彻价值投资理念，提高长期投资能力，抓住长期资金入市这一难得的历史机遇，既服务好长期资金，也实现机构本身的飞跃式发展。

**四是持续拓宽国内长期资金来源，不断增加可入市的资金量。**除了银行理财等四类长期资金外，我国还有地方政府管理的基金等多种类型的长期资金，如住房专项维修基金等。要推动金融机构与地方政府对接，通过多种融资方式和渠道，打通这类资金进入股市的障碍。

**五是继续加快股市对外开放的步伐，吸引更多外资入市。**近期以来，沪伦通、中日 ETF 互换等均已开启。在未来，可以继续加大对外开放的步伐，扩大外资直接投资 A 股的额度，为国内资本市场引入更加多元化的长期资金。（摘编：黄玲）

## 【免责声明】

本刊所载文章观点仅代表作者个人观点，不代表上海证券交易所观点。在任何情况下，本刊所载文章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。

本刊为内部参考资料，相关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相关文章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，均须注明出处。

(本期编辑：黄玲， 校对：张冯彬)



服务创造价值



上交所企业上市服务

### 发行上市服务中心

联系人：谢笑

电话：021-68828602

邮箱：xxie@sse.com.cn

地址：上海市浦东南路500号33楼

邮编：200120

传真：68801288

送：各地方政府、证监局、拟上市公司及相关中介机构