

“上海证券交易所推动投资者教育纳入国民教育体系工程”

# 中国资本市场的昨天、今天与明天 ——站在历史视角的观察

张卫东

2020年9月



以下内容仅代表作者个人观点，与上海证券交易所无关。

# 时光主题词

- 昨天：跟随与借鉴
- 今天：改革与发展
- 明天：创新与提升

# 昨天： 跟随与借鉴

中国资本市场的起源：

内生的“传说”

春秋战国？

明后清前？

清末√

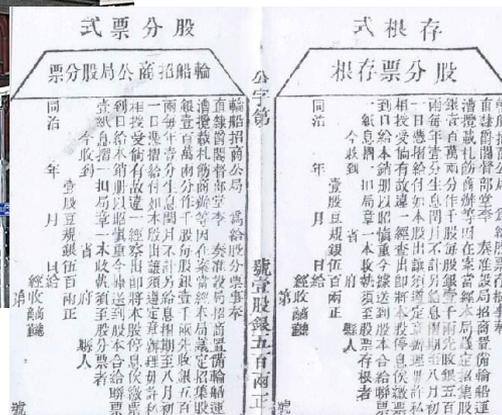
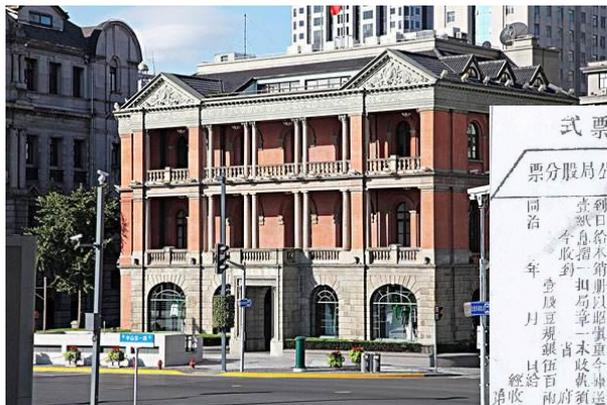
股份制公司 股票

证券交易机构

证券交易所

舶来品 ——> 自办

# 19世纪40年代 外国在华企业发行外资证券 背景：《南京条约》 五口通商



# 1872年，轮船招商局 第一家股份制公司 背景：洋务运动



**1869年**  
英商长利公司



**1882年**  
上海平准股票公司

**1891年**  
上海股份公所



**1906年**  
上海众业公所



**1916年**  
汉口证券交易所

**1918年**  
北平证券交易所

**1920年**  
上海证券物品交易所



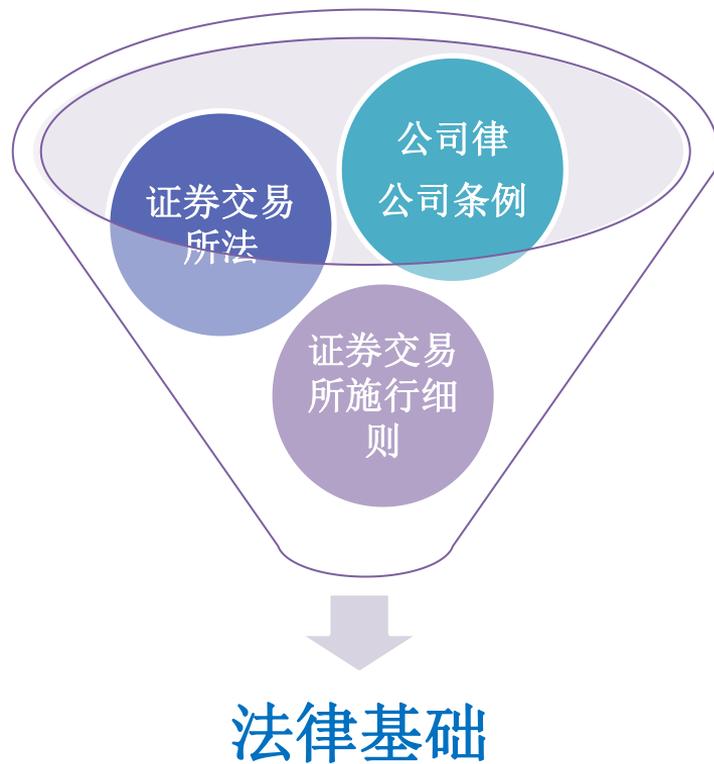
**1933年**  
上海华商证券交易所



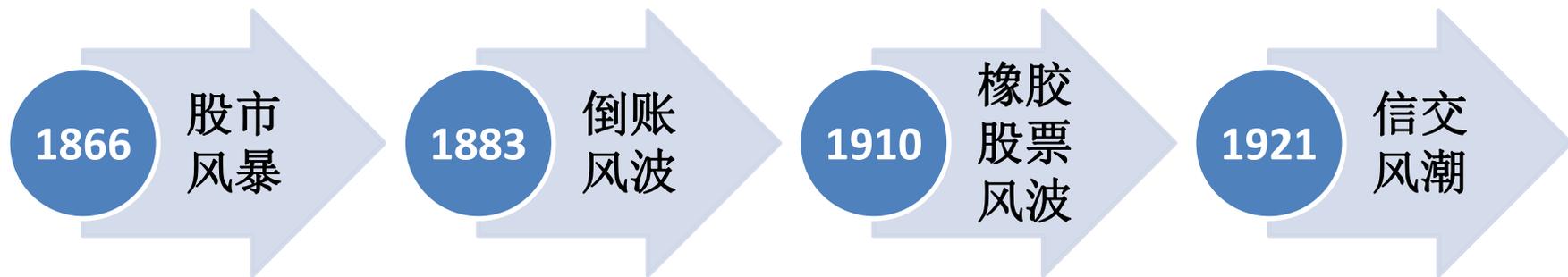
提出交易所概念第一人

## 资本市场与中国革命





# 在跌跌撞撞的跟随中市场危机不断爆发



# 在战争与金融风暴中市场发展时断时续

1921-  
1937股票



公债

1937-  
1940  
外股  
带动  
华商股  
复苏

1941-  
1945  
投机  
与  
发展

1946  
上海证券  
交易所  
统一  
扩张

1949.6.10  
查封  
证券大楼

# 今天： 改革与发展

**资本市场姓社姓资不是问题**

# 中国资本市场的红色基因



## 新民主主义时期

公债

支援革命  
战争

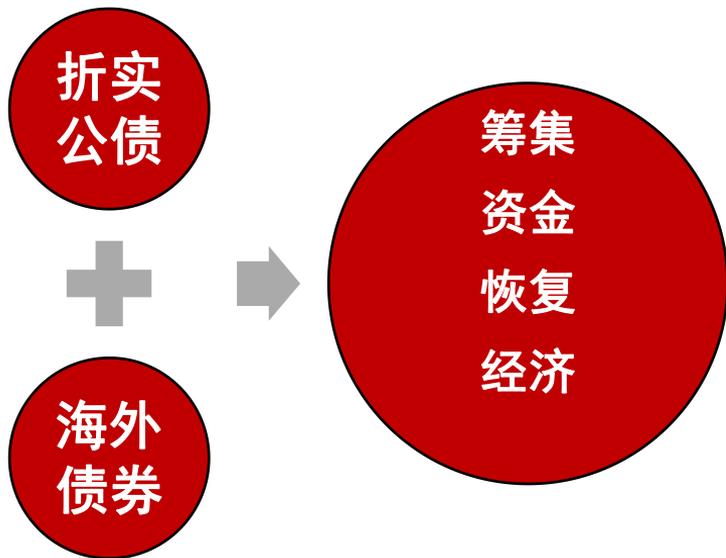
发展经济  
赈灾

股票

合作社

银行  
信用社

## 建国初期至改革开放前



股票市场的短暂过渡

证券交易所：天津、北京

股票：公私合营，发放定息

**1956年**，结束股票交易

**1966年**，止付股息

中国资本市场的恢复与发展  
同改革开放进程同步  
既是改革开放的成果  
也支持了改革开放的深化

# 1978-1992年： 改革效应下的自发突破到规范发展

## 改革开放 起点

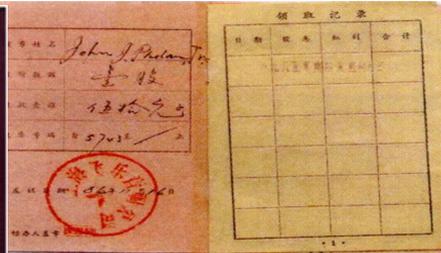
- 党的十一届三中全会
- 以经济建设为中心

## 资本市场 起点

- 1981年，国债
- 1982年，企业债，武士债券
- 1984年，金融债



# 飞乐音响：新中国第一股



# 中国资本市场恢复发展的标志： 证券交易所的新建

## 证券营业部

- 1986年8月，沈阳市信托投资公司营业部
- 1986年9月，工商银行上海市信托投资公司静安营业部
- 1988年底，国债柜台转让业务

## 证券公司

- 1987年9月，深圳特区证券公司
- 1988年，人民银行、财政系统分别组建一批证券公司
- 1991年，中国证券业协会

## 证券交易所

- 1988年，人行牵头研究
- 1989年，“联办”方案
- 1990年，上海证券交易所正式成立并开业；深圳证券交易所试营业；郑州粮食批发市场引入商品期货交易。

# 改革开放后第一家证券交易所

## 中国人民银行 上海市人民政府

银发[1990] 134号

陈元  
黄 著 签发

### 关于建立上海证券交易所的请示

国务院：

中国人民银行上海市分行根据《中共中央、国务院关于开发和开放浦东问题的批复》（中委[1991] 101号文）精神，向我们报来《关于建立上海证券交易所的请示》，

提出如下建立上海证券交易所原则：一是上海证券交易所实行会员制，为不以盈利为目的的事业法人；二是交易所以债券交易为主；三是目前先搞现货交易，禁止买空卖空的投机行为；四是以上海为主，面向全国，先设置设立在华东沿海和内地经济比较发达城市的二十家左右证券经营机构为会员，然后视经济发展需要稳步扩大。上述原则符合我国发展有计划商品经济的要求和证券交易所国际惯例，是可行的。

## 中国人民银行

银复[1990]387号

### 关于建立上海证券交易所的批复

中国人民银行上海市分行：

根据国务院指示精神，现就设立上海证券交易所问题批复如下：

一、同意你行沪银金管(90)5123号文《关于建立上海证券交易所的请示》，建立上海证券交易所。

二、中央、国务院关于浦东开发的批复明确规定，建立证券交易所是以上海经营证券交易业务的金融机构为发展对象。根据这一批复精神，上海证券交易所只能吸收上海市内经营证券业务的金融机构为会员。

三、根据国务院“对《上海证券交易所章程》及其有关管理规定，建议由人民银行牵头，财政部、国务院法制局等有

- 1 -



# 上海老八股



600601  
方正科技  
(延中实业)



600651  
飞乐音响



600653  
申华控股  
(申华电工)



600655  
豫园商城



600602  
仪电电子  
(真空电子)



600652  
游久游戏  
(爱使股份)



600654  
中安消  
(飞乐股份)



600656  
\*ST博元  
(浙江凤凰)

# 深圳老五股



000001  
平安银行  
(深发展A)

000002  
深万科A

000003  
深金田A

000004  
国农科技  
(深安达A)

000005  
世纪星源  
(深原野A)



# 从8·10事件看资本市场早期发展存在的问题

深圳市 1992 年度  
新股认购抽签表

下联 K110090300

认购股数: 壹仟股

认购申请人姓名: 梁超科

认购申请人身份证号码: 4411111962021199

注意事项

1. 购表者必须为中华人民共和国年满十八岁以上的公民。
2. 凭国内身份证购表, 壹张表人民币 100 元。
3. 本表姓字号码为抽奖号码。
4. 身份证号码不得重复, 否则作无效处理。
5. 凡与身份证姓名、号码不一致一律作废, 不得写错别字(全别音、错音、号码不得缺位、缺数、不得涂改)。
6. 本表必须向发表单位加盖印章, 否则无效。
7. 中签后请携带原件身份证(无原件者, 作作无效处理), 携身份证字、本中表在规定时间内前往指定地点交款认购, 逾期作废。
8. 本表与股票中签次, 重复印发无效。
9. 本表不挂失, 不补办, 不得以任何形式流通转让。

收表单位: 深交所



# 1993-1998年： 全国性资本市场的形成与初步发展

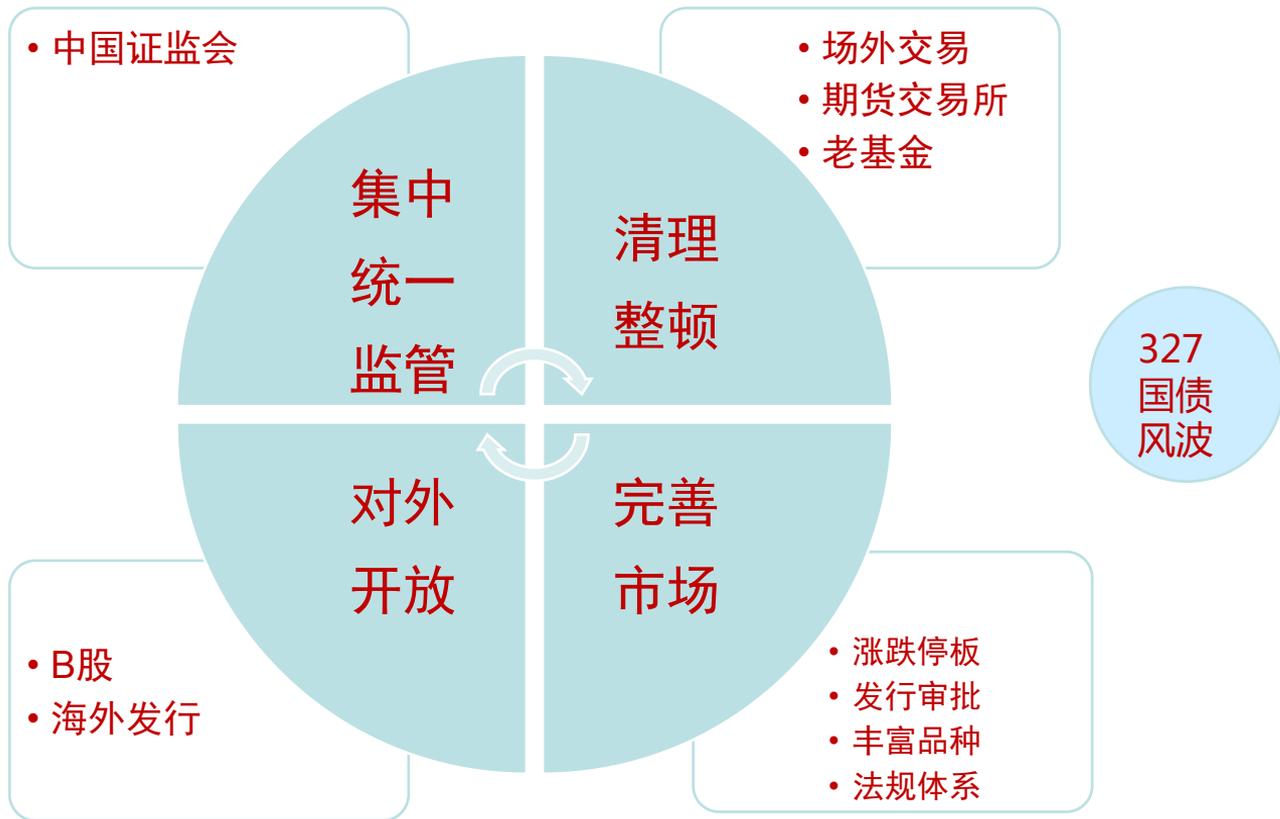
## 发展动力

- 邓小平南巡讲话
- 确立建立社会主义市场经济体制目标

## 监管方向

- 成立国务院证券委和中国证监会
- 《关于进一步加强证券市场宏观管理的通知》

# 阶段主题词



# 1999-2005年： 资本市场的进一步规范发展



# 2006年一一： 多层次资本市场的全面深化发展

新国九条  
2014年

四组关系：

市场与政府  
创新发展与防范风险

风险自担与强化投资者保护

到2020年，基本形成结构合理、功能完善、规范透明、稳健高效、开放包容的多层次资本市场体系。

显著提高证券违法违规成本

新证券法  
2020年

压实中介机构市场“看门人”  
法律职责

建立健全多层次资本市场  
体系

强化监管执法和风险控制  
扩大证券法的适用范围

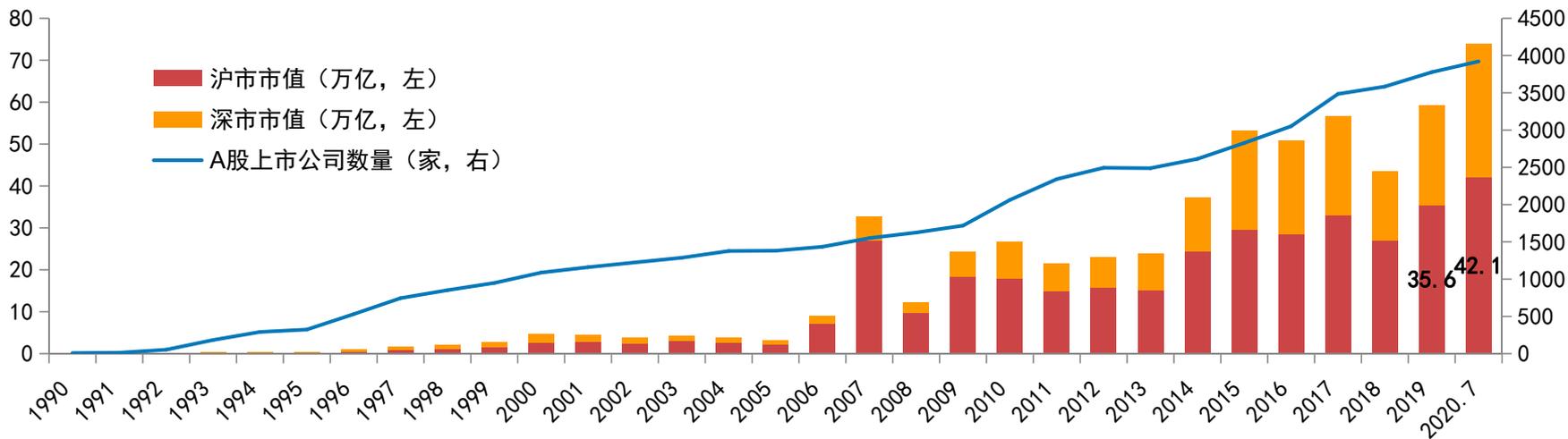
# 多层次资本市场体系不断完善



公司数量	市值规模	市值占比
1,987	48.3	65.5%
143	2.9	3.9%
959	13.2	17.9%
833	9.4	12.8%
8509	-	-

注：数据截至2020年7月底  
数据来源：WIND

# 证券市场从无到有、从小到大



注：数据截至2020年7月底  
数据来源：WIND

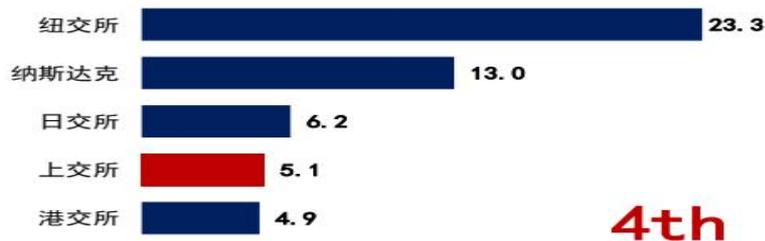
# 2019年沪深市场主要数据对比

	上交所	深交所
上市公司数	1572家	2205家
股票总市值	35.6万亿元	23.7万亿元
IPO筹资额	1844亿元	646亿元
股票交易额	54万亿元	73万亿元

# 市场规模大幅增加、世界排名大幅提升

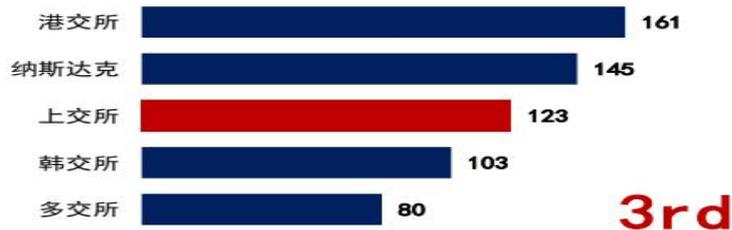
## 股票总市值

截至 2019 年 12 月底，万亿美元



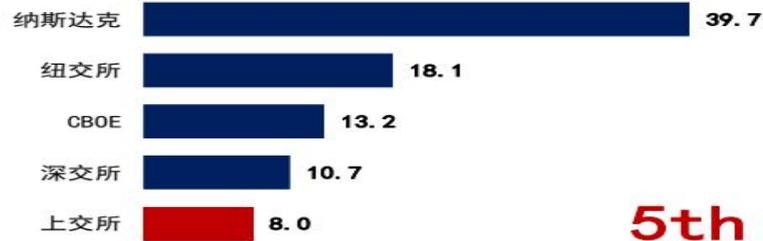
## IPO 公司数

截至 2019 年 12 月底，家



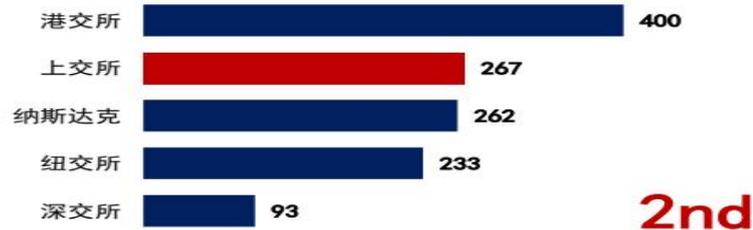
## 股票交易额

截至 2019 年 12 月底，万亿美元



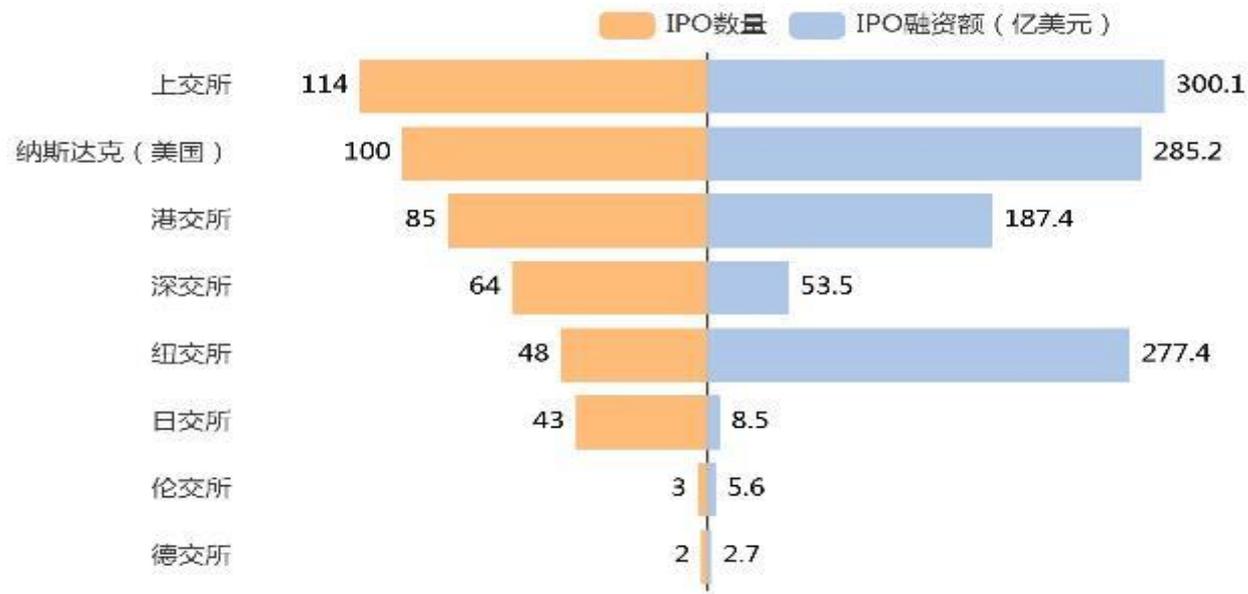
## IPO 筹资额

截至 2019 年 12 月底，亿美元



# IPO排名跻身全球首位

➤ 2020年前7个月，上交所IPO公司数量和融资额均领先全球



数据来源：WIND、路透

# 债券市场运行呈现四大特征

## 债券市场产品持续创新

- 运用信用保护工具支持实体经济融资。
- 公司债券专项品种持续创新。
- 资产支持证券持续创新。

## 二级市场债券不断完善

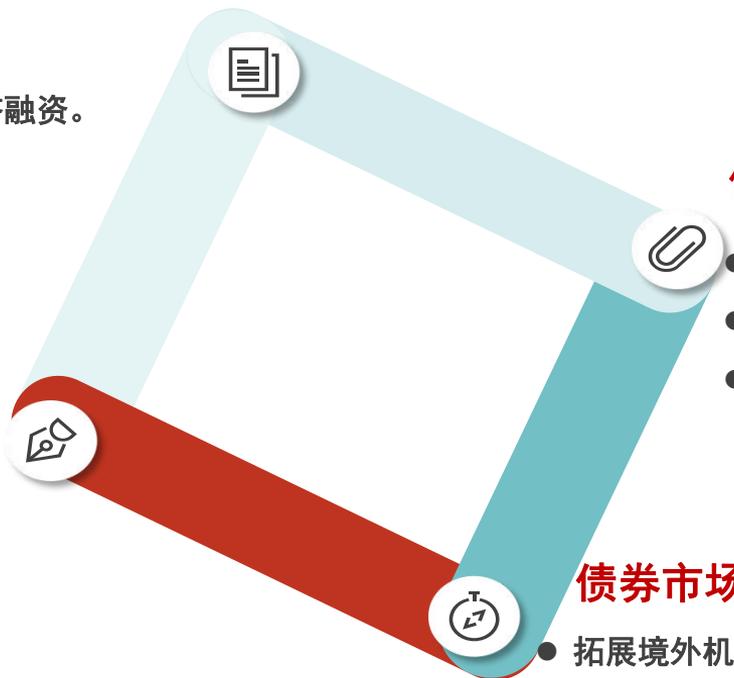
- 完善债券交易机制。
- 扩大债券机构投资者群体范围。

## 债券信用市场管理大幅改善

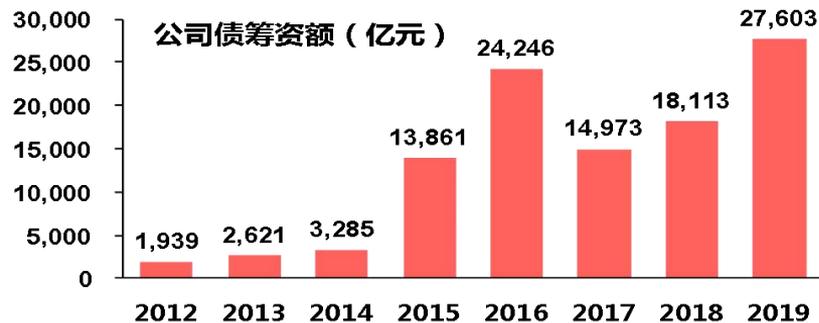
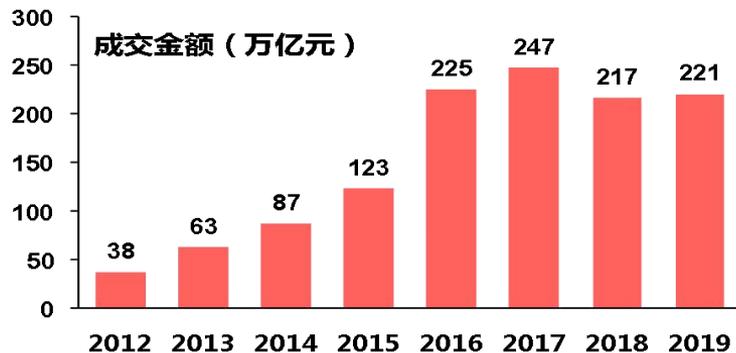
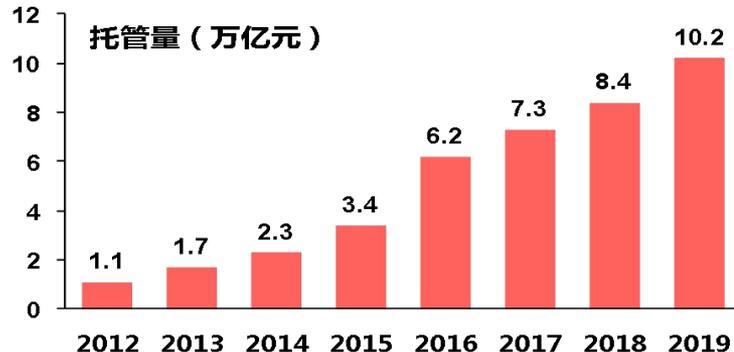
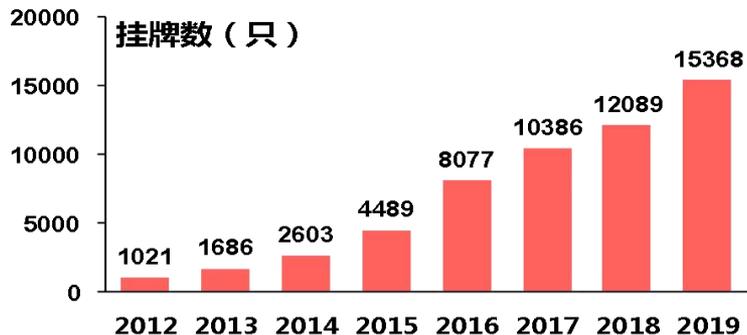
- 新增违约率有所降低。
- 优化风险及违约债券交易机制。
- 进一步落实信息披露监管要求。

## 债券市场国际化显著提高

- 拓展境外机构投资者进入交易所债券市场的渠道。
- 深化国际合作，加强与国际投资者交流



# 债券规模日趋扩大



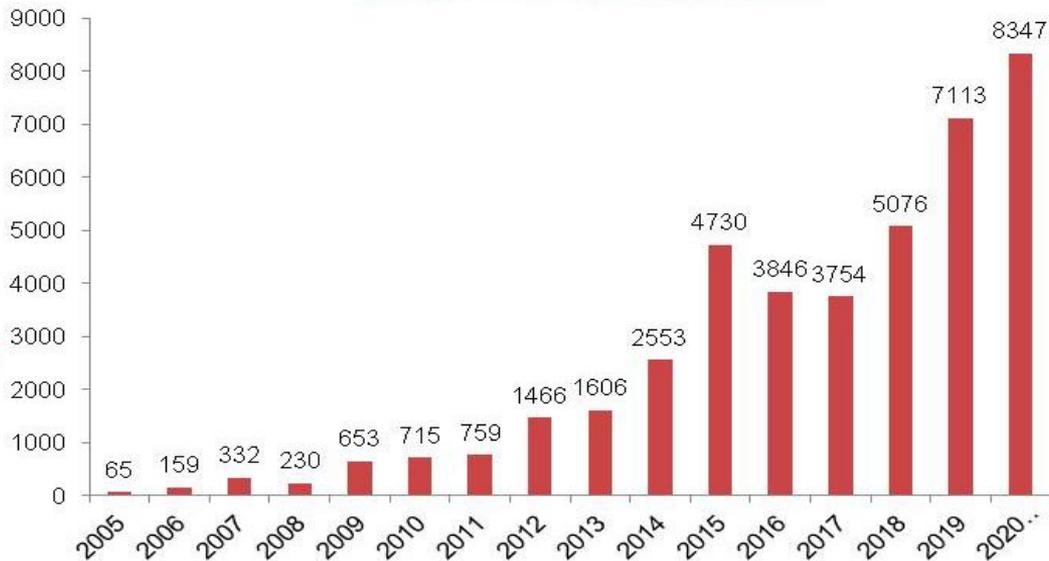
# 基金市场持续创新



# ETF规模快速增长

- 2005年，中国境内第一只ETF—华夏上证50ETF在上交所上市；
- 截至2020年6月30日，境内挂牌交易ETF共335只，总市值约8347亿元，合计约1194亿美元；
- 境内ETF标的涵盖股票、债券、商品等各大类资产。

## 国内ETF市场规模变迁



注：单位为亿元  
数据来源：Wind

# 衍生品市场重大突破

➤ 衍生品是市场功能深化的内在需要，是交易所提升竞争力的重大举措

➤ 2015年02月09日，上证  
50ETF期权成功上市

➤ 2019年12月23日，沪深  
300ETF期权成功上市

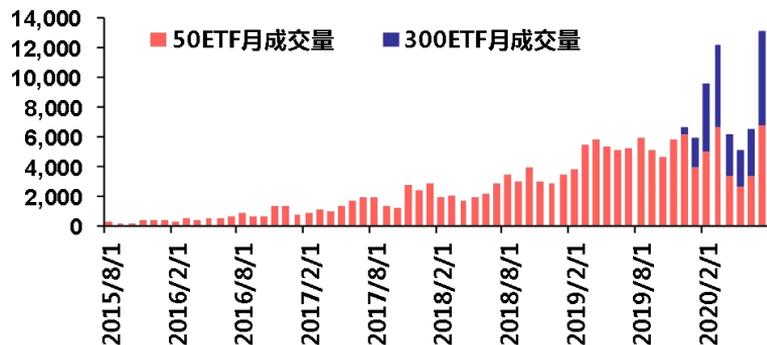
50ETF期权成为资本市场首只期权产品

境内首家横跨股票现货、衍生品的综合性交易所

运行平稳、定价合理、风险管理功能逐步发挥

成交规模位居全球第二，仅次于美国

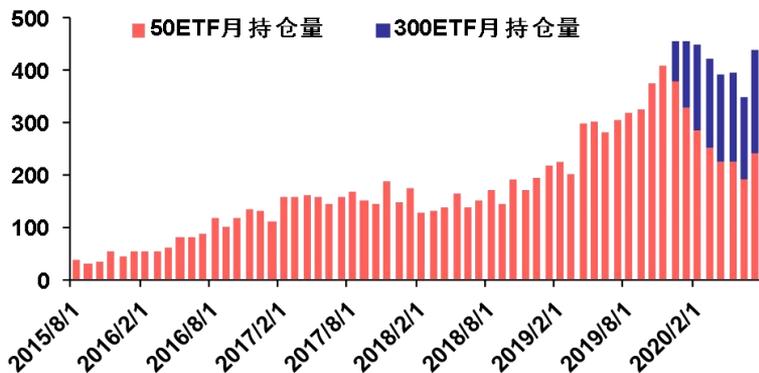
# 衍生品规模稳步增加



月交易量  
(万张)



截至2020年7月，上证50ETF期权累计交易15.28亿张，沪深300ETF累计交易共2.74亿张，合计18.02亿张。



月持仓量  
(万张)



截至2020年7月，上证50ETF期权月持仓241.36万张，沪深300ETF期权持仓196.58万张，合计447.94万张。

# 国际化程度大幅提升

- 国际化是服务国家战略的现实需要，是提升国际影响力的关键举措

## 互联互通



沪港通

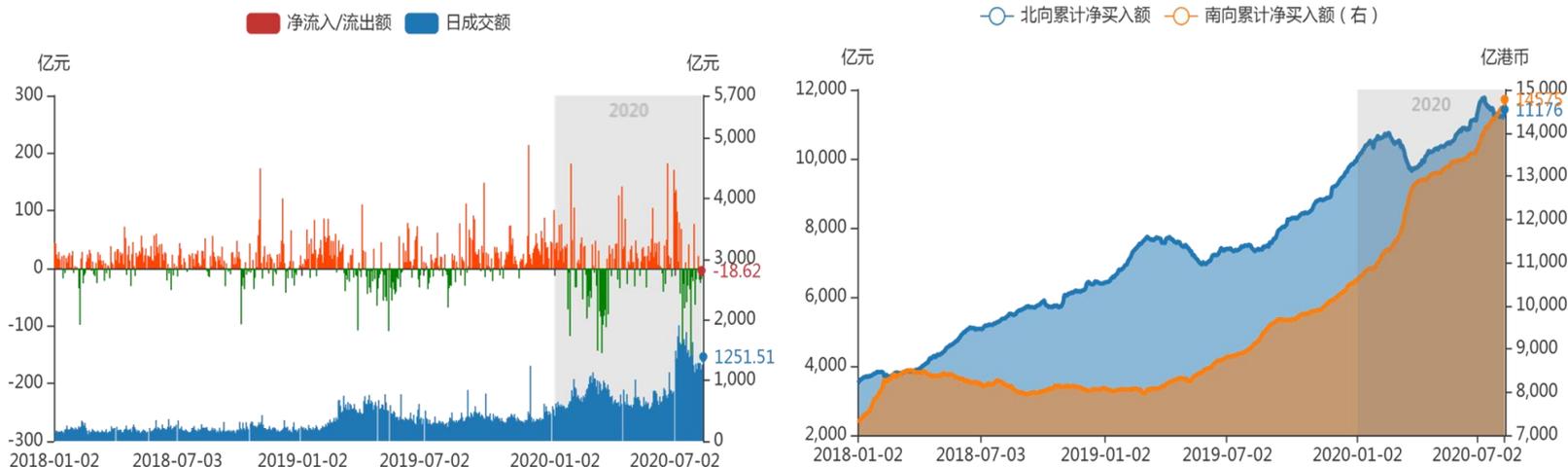


SZ-HK CONNECT

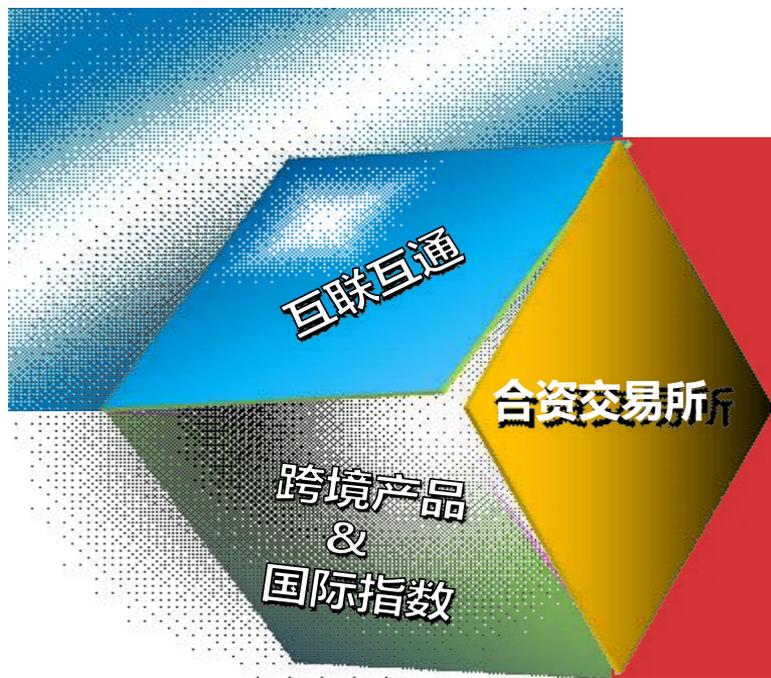
深港通

# 沪深港通成交规模增长，双向持续流入

- 沪深港通成交规模持续增长，南向、北向资金整体上持续流入。
- 截至2020年8月7日，北向净买入额达1.12万亿元，南向净买入额达1.46万亿港币。



# 对外开放稳步深入



- 成立中欧国际交易所，参股巴基斯坦交易所、阿斯塔纳国际交易所、达卡交易所
- 纳入三大国际指数体系
- 开启沪伦通、中日ETF通
- **963** 家公司参与“一带一路” 项目建设

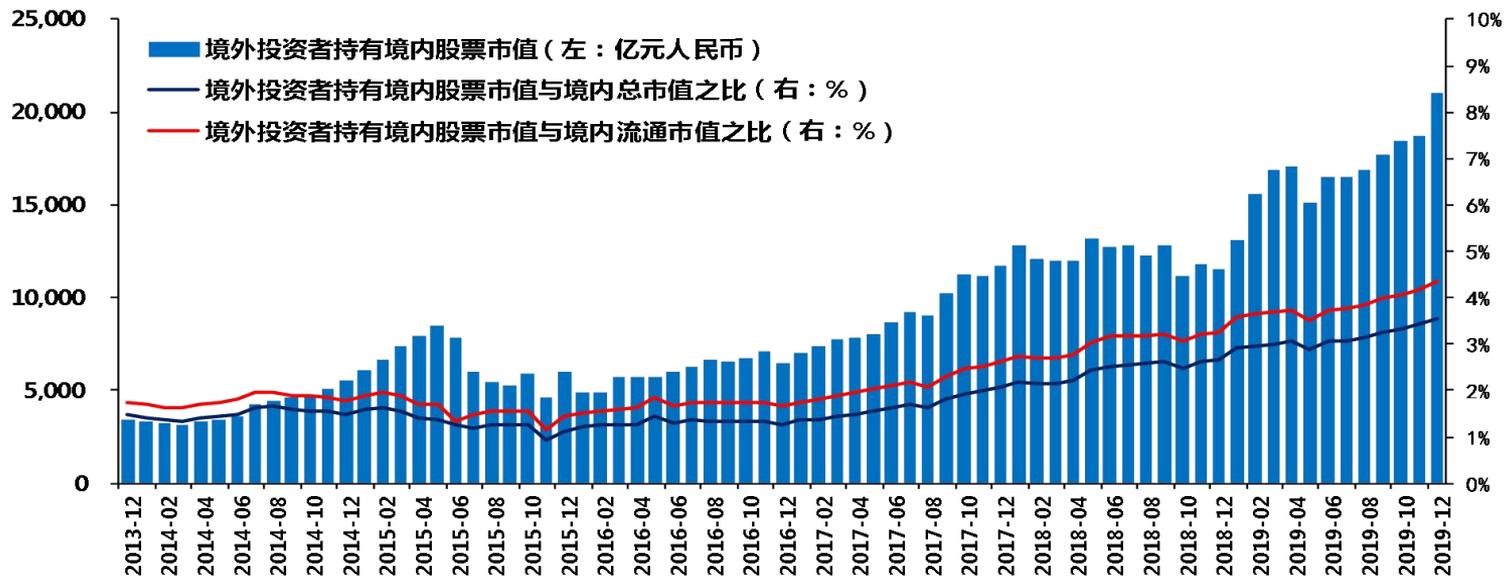
# A股纳入三大国际指数体系

- 2017年6月21日凌晨，明晟公司（MSCI）宣布将A股纳入其股票指数体系。
  - ◆ 2018年6月1日正式生效。
- 2018年9月27日，富时罗素宣布将A股纳入其全球股票指数系列体系。
  - ◆ 2019年6月21日收盘后生效。
- 2018年12月5日，标普道琼斯指数公司宣布将A股纳入其股票指数体系。
  - ◆ 2019年9月23日开盘前生效。



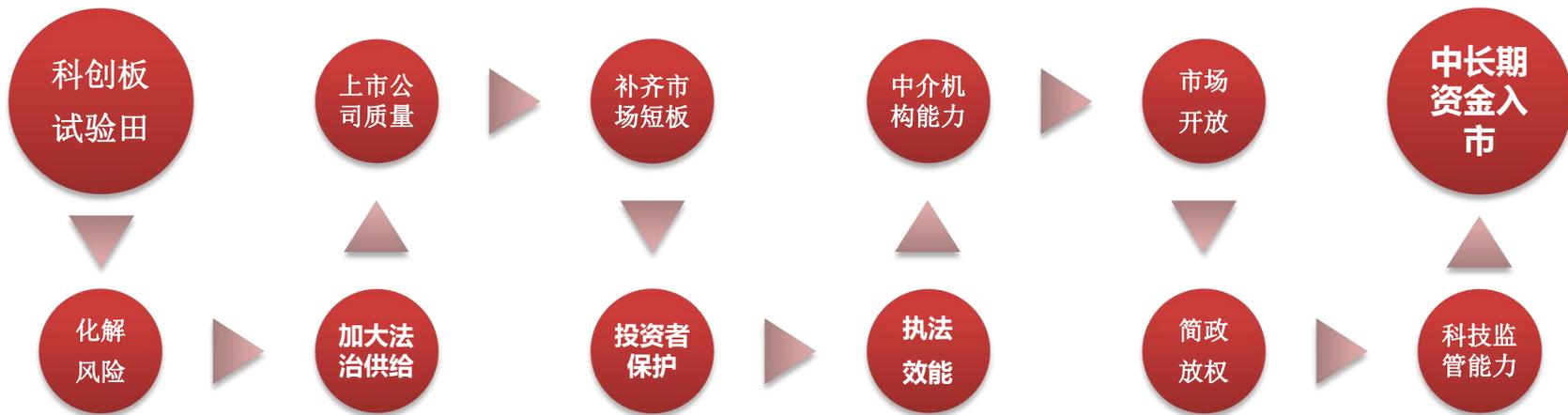
# 引进境外长期资金

- 截至2020年6月底，境外投资者持有债券、股票余额分别为3691亿美元、3684亿美元，较2019年末余额分别上升13%、16%。

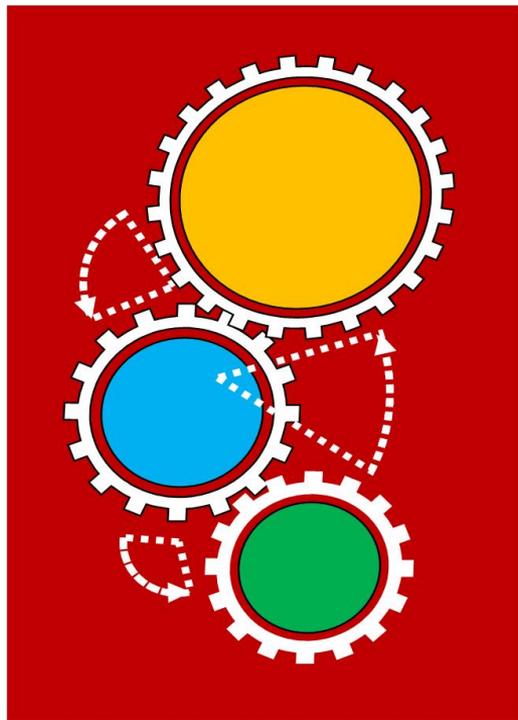


# 明天： 创新与提升

## 深改十二条



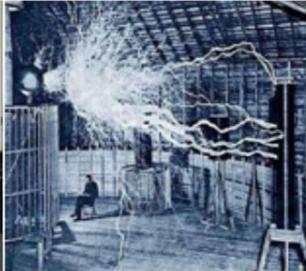
# 案例：设立科创板并试点注册制改革



- 推动经济高质量发展的重大决策
- 完善资本市场基础制度的重大改革
- 支持上海两个中心建设的重要举措

# 经济发展与资本市场互动的国际经验

- 历次科技革命都离不开资本的催化、资本市场的助推
- 科技创新是经济高质量增长的引擎，资本是必备燃料

大航海时代	蒸汽时代	电气时代	工业时代后期	互联网时代	第四次工业革命
贸易股	运河股 铁路股	电话股 电报股	钢铁股 航空股	电子股 网络股	科技股
					

# 上市公司主导力量的变迁

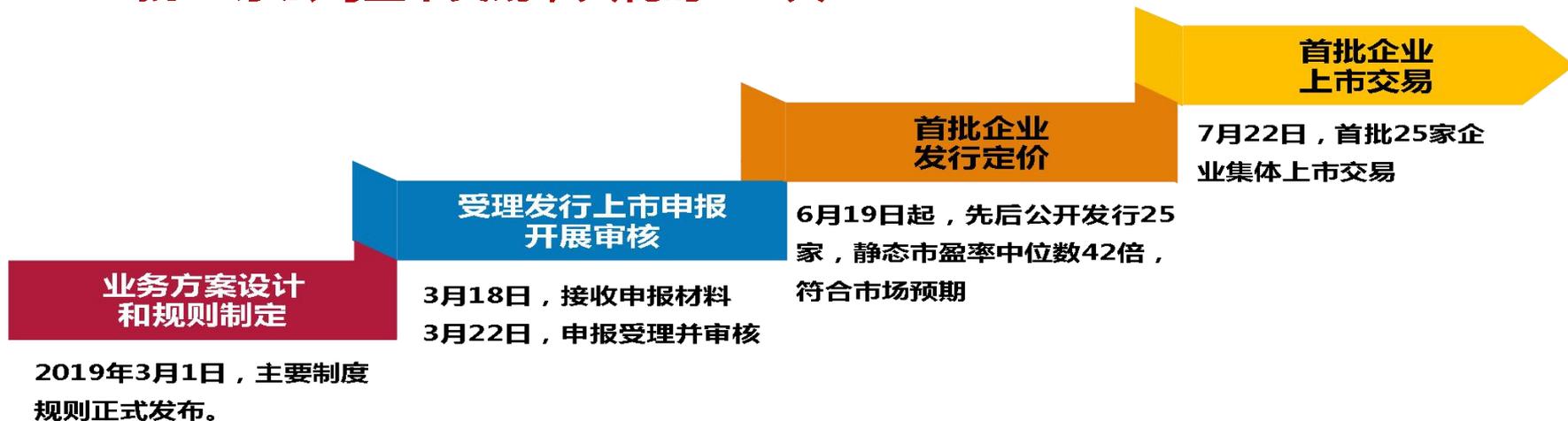
## ➤ 全球十大市值公司变迁：从金融企业到高科技企业



注：  
 1. 2006年3月，原东京三菱银行与原日联银行合并成为三菱东京日联银行，现更名为三菱UFJ银行  
 2. NTT DoCoMo是1991年8月由日本公司日本电信电话（NTT）所分出来的，专营电信业务。  
 3. 数据来源为Charlie Bilello，截止日期为2019年4月中旬

# 科创板的改革进程

- **科创板速度：从2018年11月5日习总书记宣布，到2019年7月22日首批25家公司上市交易，共耗时259天**



# 科创板的定位

- ▶ 面向世界科技前沿、面向经济主战场、面向国家重大需求
- ▶ 服务符合国家战略、突破关键核心技术、市场认可度高的科技创新企业
- ▶ 重点支持新一代信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保以及生物医药等高新技术产业和战略性新兴产业，
- ▶ 推动互联网、大数据、云计算、人工智能和制造业深度融合



新一代  
信息技术



高端装备



新材料



新能源



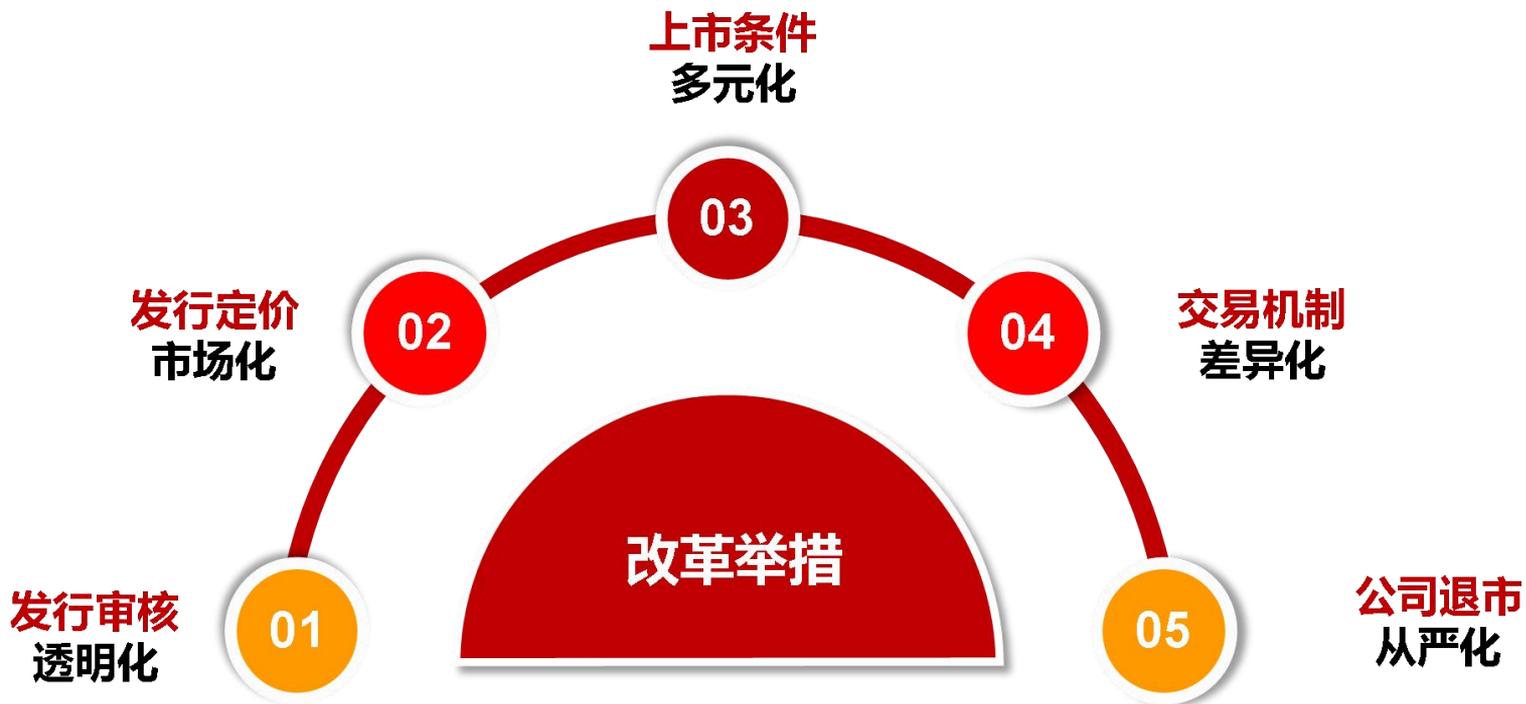
节能环保



生物医药



# 科创板的改革举措



# 科创板上市条件多元化

- 设置多元化、包容性强的上市条件
- 部分上市要求转化为信息披露要求
- 接受红筹企业、特殊股权结构企业

## 红筹企业和特殊股权结构企业上市标准

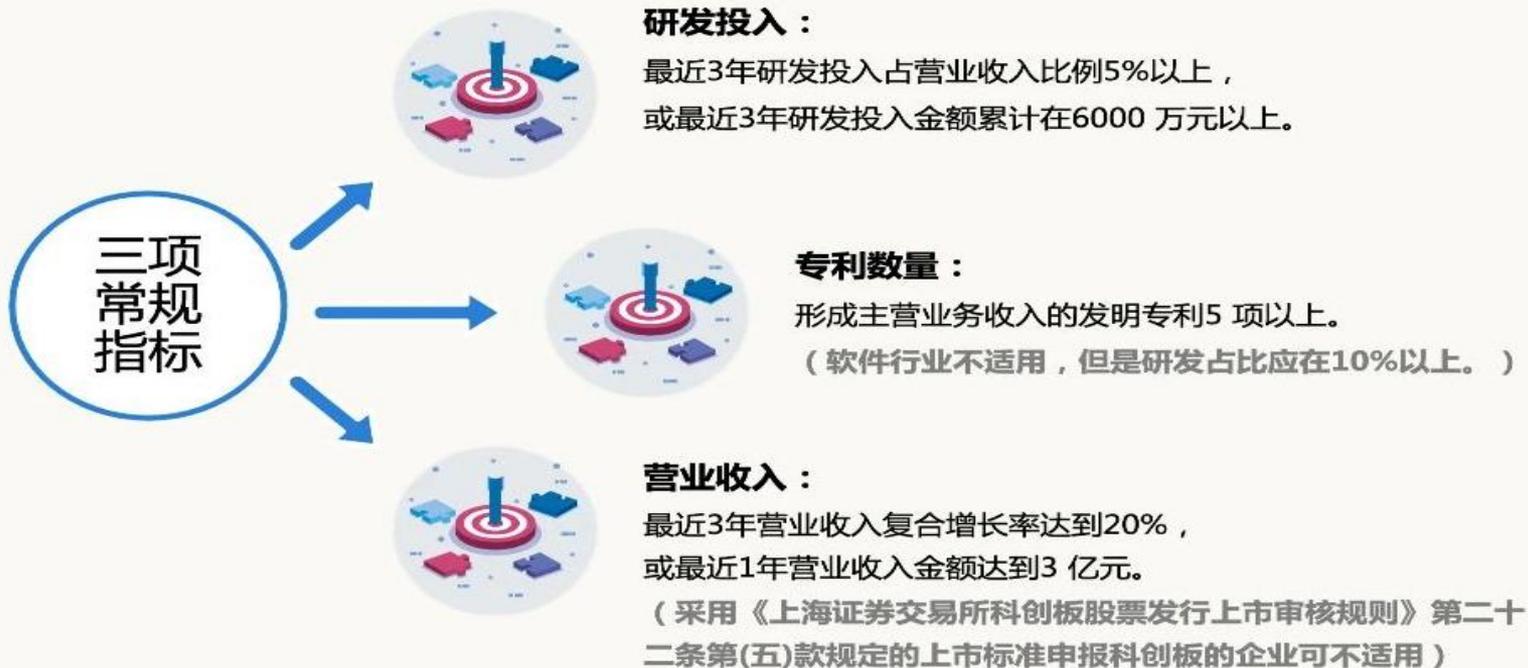
序号	市值	其他要素
1	预计市值≥100亿元	
2	预计市值≥50亿元	最近一年营收≥5亿元

## 针对一般企业的5套上市标准

序号	指标类型	预计市值	其他要素
1	市值+盈利	≥10亿元	2年盈利且累计净利润≥5000万元，或者1年盈利且营业收入≥1亿元
2	市值+收入+研发投入占比	≥15亿元	最近一年营业收入≥2亿元，且最近三年累计研发投入占最近三年累计营业收入的比例≥15%
3	市值+收入+经营活动现金流量	≥20亿元	最近一年营业收入≥3亿元，且最近三年经营活动现金流净额累计≥1亿元
4	市值+收入	≥30亿元	最近一年营业收入≥3亿元
5	市值+技术优势	≥40亿元	主要业务或产品需经国家有关部门批准，市场空间大，目前已取得阶段性成果。医药行业企业需至少有一项核心产品获准开展二期临床试验，其他符合科创板定位的企业需具备明显的技术优势并满足相应条件。

# 寻找硬科技企业：科创属性评价之3+5

## ➤ 三项常规指标：需要同时符合



# 寻找硬科技企业：科创属性评价之3+5

## ➤ 五项例外条款：不符合常规指标，需符合例外条款之一

### 权威认定：

发行人拥有的核心技术经国家主管部门认定具有国际领先、引领作用或者对于国家战略具有重大意义。

### 获得奖项并运用于业务中：

发行人作为主要参与单位或者发行人的核心技术人员作为主要参与人员，获得国家科技进步奖、国家自然科学奖、国家技术发明奖，并将相关技术运用于公司主营业务；

### 国家重大科技专项：

发行人独立或者牵头承担与主营业务和核心技术相关的“国家重大科技专项”项目。



### 实现进口替代：

发行人依靠核心技术形成的主要产品（服务），属于国家鼓励、支持和推动的关键设备、关键产品、关键零部件、关键材料等，并实现了进口替代。

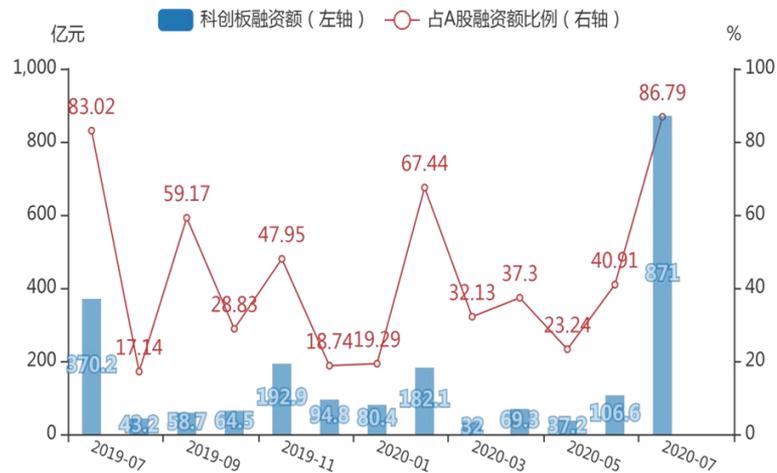
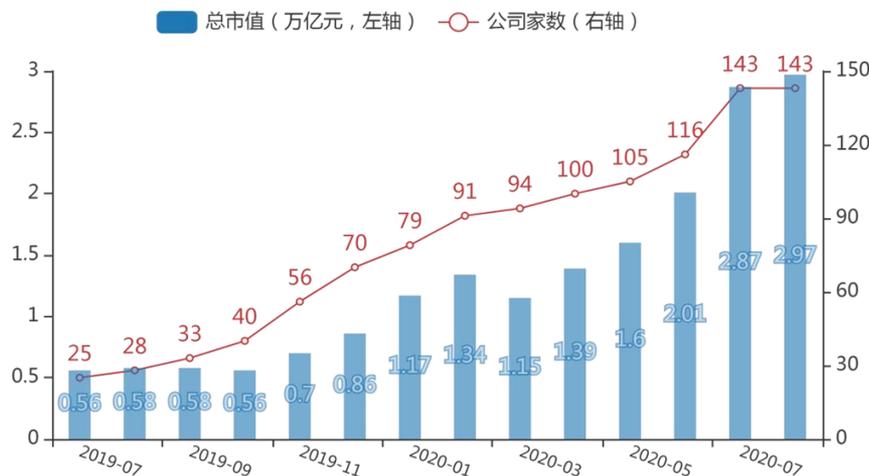
### 发明专利数量：

形成核心技术和主营业务收入的发明专利（含国防专利）合计50项以上。

# 科创板市场概况

➤ 累计上市143家，总市值3万亿元

➤ 累计IPO融资总额2203亿元



注：数据统计截至2020年8月5日

数据来源：WIND

# 科创企业成色十足

## ➤ 行业分布集中

- ◆ 科创板上市企业以新一代信息技术、生物医药、高端装备为主，三者数量占比约**84%**。

## ➤ 科创成色十足

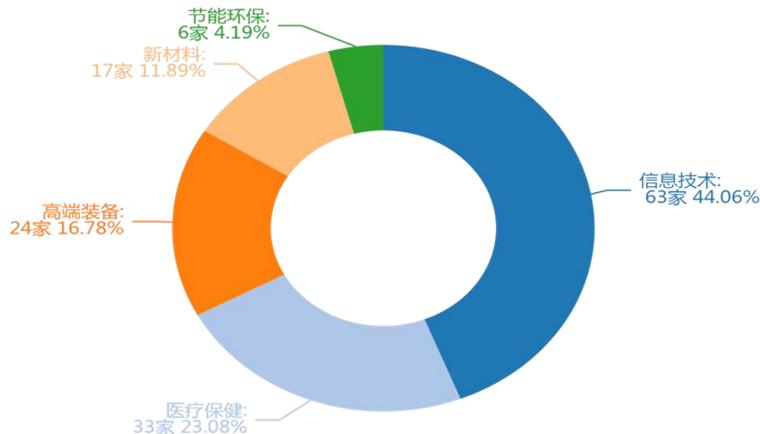
- ◆ 受理企业平均获得发明专利**72**个，2019年研发投入占比平均**10%**。

## ➤ 细分产业集聚

- ◆ 以集成电路为例，申报企业基本覆盖产业链上下游，目前已上市**17家**，股票总市值**8406亿元**，占科创板股票总市值的**28%**。

数据来源：WIND

## 科创板上市企业行业分布



# 科创板阶段性成果



# 资本市场改革与发展的重要性

- 资本市场是促进我国经济结构转型升级，实现创新驱动和高质量发展的迫切需要。
- 资本市场是深化金融供给侧结构性改革，推进国家治理体系和治理能力现代化的迫切需要。
- 资本市场是增强国家竞争能力，维护国家经济金融安全的迫切需要。

# 资本市场高质量发展的内在逻辑和必然要求

## 建制度

规范市场秩序  
优化治理效能

## 不干预

保持市场功能  
正常发挥、稳定市场预期和  
增强市场活力

## 零容忍

强化监管震慑  
净化市场生态

# 股票市场：深化多层次市场建设

- 重点围绕多层次资本市场建设和上市公司质量提升，率先将科创板建成成熟市场，继续推动蓝筹股市场做优做强。

完善科创板各项基础制度，  
充分发挥改革试验田的积极  
作用

推动主板市场做优做强，  
大力提高上市公司质量

# 债券市场：防控风险并提升规模

- 以债券违约风险防控为工作重点，健全债券违约市场化处置机制。
- 稳步提升市场规模，优化交易机制，推动债券市场高质量发展。



建立债券违约风险识别管理机制，切实提高高风险防控能力



发挥债券市场的直接融资功能，有效服务实体经济需求



优化债券交易机制，推动债券产品和业务创新

# 基金与衍生品市场：创新机制且丰富品种

- 重点围绕产品机制创新，丰富基金和衍生产品种类，满足投资者日益增长的资产配置和风险管理需求，促进基础证券市场稳健发展。
- 推出更多逆周期调节机制，平衡市场多空力量，促进资本市场平稳运行。



按照“ETF让投资更便捷”的市场建设愿景和“一所连百业，一市跨全球”的基金市场发展思路，创新基金产品机制，打造基金理财平台。



按照“期权让投资更安全”的市场建设愿景和“权心守沪，一市可期”的衍生品市场战略定位，丰富衍生产品种类，增加风险管理工具。

# 国际化发展：优化模式与深化合作

- 立足国内市场发展实际，优化跨境投资模式，丰富对外合作形式，助力资本市场高水平对外开放，不断提升自身国际影响力。



- ◆ 支持“一带一路”倡议，服务企业投融资需求
- ◆ 优化跨境投资模式，服务境内外投资者
- ◆ 丰富对外合作形式，提升自主开放能力

资本市场在金融运行中  
具有牵一发而动全身的作用

资本市场发展目标：  
规范、透明、开放、有活力、有韧性

# 谢谢！

以上仅代表作者个人观点，与上海证券交易所无关。