

从纳斯达克成长看新三板发展

□海通证券新三板与结构融资部

纳斯达克的成长故事

美国经济长盛不衰的原因很多，科技创新与资本联姻是其中之一。如果把代表资本的VC乃至PE和高科技公司的结合比作有情人谈一场恋爱的话，那么公司在纳斯达克上市就是两者有了爱情的结晶。由此看来，纳斯达克在美国经济中的重要性不言而喻。

纳斯达克是全美证券商协会（NASD）于1971年设立的全资子公司，主要目的是希望通过电子化手段，为证券交易商们提供一个针对场外股票自动报价的系统，在此之前，场外股票的报价主要通过报纸和其他传统媒介。当时的场外市场的参与者有三类机构：批发商（wholesaler）、零售代理商（retailer）和综合服务商（integrated firms）。批发商就相当于后来成长起来的做市商，提供持续的报价和买卖服务；零售代理商是站在公众投资者和批发商之间的代理，相当于现代意义上的股票经纪；综合服务商是两种服务都提供。提供报价服务的在当时除了全美证券商协会，还有全国报价局（National Quotation Bureau），后者是一家私人经营的公司，“粉单市场”的前身。两者的分工是前者提供零售方面的报价，后者提供批发报价。NASD并非为所有的场外股票提供报价，服务的对象仅为一些符合一定“挂牌”标准而且交易比较活跃的股票。为了提高报价效率，NASD想到了引进当时的先进技术——电信电报系统。通过电子化的手段将在NASD注册的证券交易商连接起来，使得场外股票的报价更加便捷和高效，这在当时和传统的报纸印刷相比，前进了一大步，纳斯达克就是这么来的。

纳斯达克（NASDAQ）是全国证券交易商自动报价系统的英文首字母缩写。这个系统在当时有三个特点：第一，只有报价功能，没有交易功能；第二，针对场外股票；第三，由自律组织全美证券商协会成立，NASD尽管由经纪自营商自发成立，但是它在SEC注册，而且后来SEC出台文件，明确规定全美的经纪自营商必须在NASD注册，否则不能开展相关业务，因此NASD明显带有半官方色彩，而且属于全国性的组织。

纳斯达克在胚胎阶段就被注入了高科技的基因，在成长的各个阶段又不断吸收高科技的元素。如前所述，纳斯达克早期仅仅是个电子报价系统，股票的交易是在各个券商的终端上完成的，纳斯达克并不提供交易系统，并且股票成交的及时信息也不提供，但是这一状况在1982年得以改变。纳斯达克在报价系统的基础上开发出了全国市场系统（NMS系统），把一些符合财务和公司治理要求的公司的股票挑选出

来，提供实时成交信息，而且成交信息（成交量和成交价格）能够在90秒之内到达投资者的手里，而以前只能是在一天交易结束之后，这在当时来说是一个巨大的进步。当时的股票有84只，到了1990年就突破了2500只，这就是纳斯达克三大板块之一“全国市场板块”的由来。

上世纪80年代随着PC机在美国的普及，纳斯达克抓住时机，开发出了桌面系统，使得个人或机构投资者能够及时了解到股票的最新报价信息。不仅如此，纳斯达克不断丰富和扩展这个系统，在1984年底推出小额订单交易执行系统（SOE）。所有的做市商都被接入到这个系统中，买单和卖单通过这个系统按照一定的规则被路由到相应的做市商，通过这个系统和投资者点击成交。1989年推出ACT系统（automatic confirmation transaction），这个系统的推出，使得交易的自动确认变得更加容易，并且将确认信息自动提交给全国证券清算公司进行清算交收。这在当时是所有交易所中第一个做到交易和确认在当天完成。

有了交易功能，纳斯达克在交易制度上也寻求探索创新。纳斯达克没有因循纽交所的“专家制度”，它推出基于做市商的报价驱动制度。投资者通过联网的交易系统分别路由到合适的做市商。刚开始的时候，做市商存在一定的勾结现象，但是纳斯达克及时弥补监管漏洞，对做市商的义务更加明确，挂牌的公司条件也更加严格。做市商不能够运用自己的系统，必须用SOE来完成交易，要对订单迅速反应，要双边报价，保证客户的报单必须优先于自己的报单。经过这么多改革，纳斯达克从一个简单的报价驱动的做市商制度增加了订单驱动交易的一些元素。正是因为不断创新和投资者保护，一些交易活跃的公司愿意在纳斯达克留下来，否则这些公司早已经转入交易所，因为很明显当时纽交所的声誉和交易效率更高一筹。1971年纳斯达克的规模只相当于纽约股票市场很小的一部分；到了1994年，纳斯达克股票市场的股票数已经超过纽约股票市场，5年后纳斯达克股票市场的股票额也超过了纽交所。

因为纳斯达克的创新，新诞生的高科技公

司愿意把它作为自己托付终身的对象。上世纪80年代伴随PC革命，通过纳斯达克成就了许多著名的高科技公司，例如苹果、微软、英特尔、甲骨文等公司。上世纪90年代伴随互联网络的崛起，纳斯达克又成就了亚马逊、eBay和雅虎。再到后来，全球已经把纳斯达克当作创新公司上市的代名词。

算下来纳斯达克仅花了35年的时间，走过了纽交所200多年走过的路，把一个没有门槛、粗糙的报价板块做成一个主流、细致的上市板块，成为现代科技的孵化器和温床。

纵观纳斯达克的历史，创新是其核心和精髓，不光自己创新，而且与创新型的公司自觉、不自觉地捆绑。

新三板创新不能停止，还要走得更远一些。例如发行制度方面可以借鉴探索美国的“小额公开发行”制度，进一步增加私募发行对象的人数，放宽其资质要求；做市商方面，可以研究适当引入私募机构参与做市商试点，甚至可以研究在适当的时候考虑让股转公司自身挂牌上市。

的公司在纳斯达克安营扎寨，也不可能有纳斯达克今天的地位。因此高科技公司、创新型公司始终和纳斯达克绑定在一起，这种绑定是自由选择的结果，并非人为撮合。两者之所以走到一起，是因为都有创新的基因。高科技公司起初都是小公司，营收状况不好，达不到纽交所的上市标准，所以来到纳斯达克。不要小看这些创新小公司，微软在上市前的1985年，总收入仅为1.62亿美元，净收入3100万美元，然而到了2013年，经过了28年发展，其营收达到了199亿美元，净利润49.65亿美元，分别是上市前的122倍和160倍，平均每年增长4.3倍和5.7倍。不光是微软，一批这样的小企业在这个所谓的场外市场获得了超长的发展。

我国有大量的创新型小公司，而且每年都会诞生大量的小公司。就像树苗，这些公司有些会死掉，但是肯定有一批会深扎根，快速成长，最终成为参天大树。新三板通过良好的筛选机制，把这些好苗子筛选出来，并且创造条件，让这些好树苗获得足够养分和生长条件。当有一批好苗子成长起来的时候，眼前就会出现一片森林，形成生态系统。新经济的发现就是这么一个道理。新三板筛选的不是一个企业，而是一批企业。新三板是专门为小企业而设的板块，它具备培育小企业的能力，没有财务要求，只求信息披露，便于自然化地选择好公司、新公司、新模式。它会大大减少公司可能出现的做业绩、搞包装的机会，经过它筛选的企业是原始的、自然的，不是“培训”出来的。这样的一个机制久而久之，我们有望看到一批代表未来方向的企业脱颖而出。至于这些企业到底属于哪些行业，没有人知道，也不可能预测到，关键是市场化的选择机制很重要。这个市场化的选择机制放在中国就是实实在在的创新。

先说纳斯达克永不满足的创新。纳斯达克一开始就是个电子化的联网系统，这在上世纪70年代和传统的人头攒动、大声吆喝的交易所来比，绝对是先进事物。其二，纳斯达克在成长过程中从报价系统起家，到引入交易系统，再到吸收和开发电子交易网络（ECN）等竞价交易系统；从早期的小额交易系统到超级蒙太奇的出现，本身的各种电子化交易平台和结算平台一直处于推陈出新之中。其三，从交易制度来说，从报价驱动的做市商制度到引入竞价交易制度，从场外市场交易到2006年拿到全国性交易所牌照后的场内交易，一直处于创新变化之中。其四，市场结构也在不断演变：早期不分层，到分为两层，再到现在分为三层，并且不断引入境外的公司。

因此新三板要获得甚至超越纳斯达克的地位，就不能脱离创新而走常规的交易所的发展道路，这和纳斯达克的成功不能走纽交所的老路是一个道理。新三板要在创新中发展，在发展中创新。事实上，新三板已经在公司准入制度方面做了巨大创新，跳过核准制，直接到强调信息披露为中心的“类注册制”。交易制度方面也在创新，从协议成交到引入做市商制度，甚至将来也有可能引入竞价制度。就发行制度来说，引入小额多次针对特定对象的快速融资。

我们认为，新三板创新不能停止，还要走得更远一些。例如发行制度方面可以借鉴探索美国的“小额公开发行”制度，进一步拓宽私募发行对象的人数，放宽其资质要求；做市商方面，可以研究适当引入一些私募机构参与做市商的试点，甚至可以研究在适当的时候考虑让股转公司自身挂牌上市，以此探索交易所创新与改革的新路。

再说说纳斯达克和创新公司的互动。纳斯达克并非专门开给高科技公司的，但是硅谷大量的高科技公司确实在纳斯达克上市并发展壮大的起来。反过来，如果没有一批像微软这样

多层次资本市场代表了我国经济转型的有力抓手，新三板是多层次资本市场的基石和试验田。未来中国经济成功的关键在于存量产业的有机化调整和增量产业的市场化发现。对于存量产业来说，调整的方式无外乎行政主导和市场推动。无论哪种方式，发展利用多层次资本市场提供的工具，以其为抓手来市场化配置资源，无疑将为产业有机化调整创造良好条件。对于增量的市场化发现来说，我们认为新产业的发现是靠一批中小企业推动的。新三板是专门为小企业服务的市场，通过市场化机制，新三板能够筛选和沉淀出代表中国未来产业方向的大企业和好企业。美国曾经的“新三板”——纳斯达克演绎了一个神话，对于一个居于世界第二位的大经济体的中国来说，我们的新三板无疑应该承担起发扬纳斯达克的光荣使命，续写一个东方纳斯达克的传奇故事。

利率市场化有助债市长期走牛

□国泰君安首席经济学家 林采宜
国泰君安 张超

改革是一项系统工程，实体经济和金融系统的改革是相辅相成、相互促进的，任何一个环节改革的滞后都可能加大改革过程中的风险。中国要避免潜在的系统性风险，实体部门的改革需要加快推进。而实体部门的改革，主要是对非市场化融资主体的改革，如国企改革和地方债改革等。同时，货币当局需加强对信用扩张规模与流向的控制，并采取定向宽松货币政策的政策予以支持。

长期来看，随着改革的推进，利率市场化所导致的贷款增速超过存款增速的现象将得以缓解，存款增速将逐渐与贷款增速趋同，债券市场利率将出现下行，并可能开启一个长期牛市。

实体部门改革需加快推进

近几年，利率市场化速度明显快于实体部门改革。这一方面是由于管理层的主动推进，另一方面是由于货币基金、互联网金融等快速发展带来的被动倒逼。利率市场的推进导致银行机构的存款流失、资金成本上升、经营压力加大，进而提高银行机构的风险偏好。实体部门改革滞后，非市场化的融资需求占比较大，如地方融资平台、国有企业等。这些非市场化的融资主体具有政府的隐性担保，且对融资利率不敏感，银行在盈利压力环境下，会将过多的信贷投放到这些领域。

利率市场化对银行负债端的冲击可以分解为银行存款成本率上升与银行存款流失。近几年，银行存款结构及存款利率的变化导致存款成本率上升，尤其是2012年中国人民银行将金融机构存款利率浮动区间的上限调整为基准利率的1.1倍后，银行存款成本率出现明显上升。2012年上市银行平均存款利率较2011年上升0.33个百分点至2.0%。2013年后利率市场化对银行存款成本率的抬升幅度有所放缓。利率市场化改革也会导致银行存款大量流失，银行存款的替代产品规模大发展。截至2014年6月，银行理财产品规模已占银行存款总额的11%。存款大量流失加剧了银行的揽储压力及盈利压力。

从利率市场化对银行资产端的冲击看，银行揽储压力加大，导致其通过期限更短、成本更高的同业负债和银行理财去支持其资产扩张。银行盈利压力的加大，导致其贷款投向到高风险领域，如地方融资平台、产能过剩行

业、房地产行业等；同时通过同业资产的形式绕开存贷比等指标监管。截至2014年6月，产能严重过剩的三大领域即煤炭开采和洗选业、黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼及压延加工业，其银行贷款规模约5万亿；地方融资平台贷款9.7万亿，房地产贷款16万亿。上述三个高风险领域贷款合计约31万亿，占贷款总规模的40%。

要避免潜在系统性风险，实体部门的改革需加快推进。实体部门改革首要是对非市场化融资主体的改革，如国企改革、地方债改革。国有企业公司制改造，实现股权结构多元化；优化公司治理结构，建立健全企业的约束及激励制度；剥离国企长期承担的政策性负担等一系列改革措施有利于加强国有企业的“自生能力”、激活经营活力；推进国有企业破产重组，有利于淘汰落后产能，降低企业部门的杠杆率；制定地方政府资产负债表，允许地方政府发行地方债，逐步替代地方融资平台融资。这些措施有利于约束地方政府的融资行为、降低融资成本、提高财政透明度和财政资金使用效率。

2012年后债券利率与基本面背离

2012年以前，债市利率走势与GDP、CPI走势基本一致。2012年以后，债券利率走势与基本面出现了背离。这主要由以下两个原因导致。

一是存量债务快速增长导致利息支出的再融资需求不断上升。2013年全社会债务总额约130万亿元，若采取保守估计以平均利率5%计算，全年的利息支出约6.5万亿元，占当年社会融资规模总量的38%。庞大的利息支出所引致的再融资需求，挤占了企业投资性需求的金融资源，加剧了资金供求的矛盾，从而加大了债券利率上行的压力。

二是金融资源错配抬升了利率中枢。一方面，非市场化融资主体挤占了市场化融资主体的金融资源，抬高了社会融资成本；另一方面非市场化融资主体隐性担保的特征及理财类产品刚性兑付，扭曲了金融产品的风险与收益特征，抬高了市场的无风险利率。

2012年后，债券市场投资者行为尤其是银行的行为对债券市场利率走势的影响逐渐增强。在利率市场化改革推进到存贷款利率市场化的时期，银行的贷款增速会超过存款增速，银行体系的流动性压力加大，短期内会加剧银行体系的流动性错配。贷款增速超过存款增速，一定程度上反映了全社会资金供求关系的趋紧。

资金供求的趋紧，反映在利率上面即是利率中枢的上升。

利率市场化对债券市场的影响

从韩国和中国台湾地区的经验来看，上世纪80年代末到90年代初，正是这些国家和地区金融自由化改革时期，宏观经济所处的阶段和所面临的问题与中国大陆地区当前情形非常类似。例如人均GDP均在8000美元左右，投资率、储蓄率均见顶回落，经济结构面临转型，以政府为主导的金融体系效率较低等。因此，这些国家和地区可以作为比较对象，以预期中国大陆地区金融改革的前景。

韩国在上世纪50年代开始实行政府主导型的金融体制。在工业化初期，政府为满足国家整体经济发展战略，对金融机构的信贷采取直接控制。政府将金融资源向大企业倾斜，并通过低汇率、低利率、税收优惠等形式鼓励大企业进行扩张。从1973年到1991年间，政府的优惠贷款占国内信贷比例超过40%。这种政府主导、管制金融、财阀举债实现多元化扩张的“韩国模式”创造了韩国经济几十年快速发展的奇迹，但也造成了韩国企业与银行整体的“预算软约束陷阱”：集团内部交叉持股，企业过度投资，银行过度贷款，金融风险逐渐积累。管制金融体制的弊端逐渐显现：金融资源的配置效率低下，普遍的道德风险导致企业的资产负债率高企，银行机构积累了大量的呆账坏账。

自上世纪80年代起，韩国逐渐放弃政府主导型的管理体制，实施金融自由化改革。韩国的利率市场化改革经历了从放开到管制、从管制到重新放开的阶段。1991—1997年，是从管制到重新放开的第二阶段。这一时期，韩国的改革背景与中国现阶段的情况十分相似。韩国第二阶段的利率市场化计划分为四步：第一步，从1991年11月23日起，放开银行和非银行金融机构绝大多数短期贷款利率，放开3年以上期限的存款利率；第二步，从1993年11月1日起，放开除政府贷款和韩国银行再贴现贷款以外的所有贷款利率，放开2年及以上期限的存款利率；第三步，从1994年12月起，放开1年期以上存款利率，从1995年7月起放开除活期存款以外的所有存款利率；第四步，从1997年起，逐步放开活期存款利率，完全实现利率市场化。

利率市场化导致存款从银行机构向非银行机构流动，银行活期存款占存款总额的比重从1992年底的21%不断下降，到1997年底利率市场化结束时占比降至14%。存款流失加大了银行的经营压力，提升了银行的风险偏好。高风险

资产在银行资产中的占比提升，如银行住房贷款占贷款总额的比重一直上升到1994年12%的高点。

自贷款利率基本放开到存款利率放开的1994—1996年期间，债券市场利率走势与基本面的相关性下降，而与银行存贷款增速差的相关性增强。1994—1995年初，贷款增速快速上升并超过存款增速，债券利率上行约3.5个百分点。1995年初—1996年，贷款增速下降并低于存款增速，债券利率下行且低于1994年上涨前的水平。

从更长的周期来看，韩国在1997年亚洲金融危机之后，在IMF的督促下进行了全方位的改革。采取多种手段重组金融机构，加速不良贷款的处理，建立存款保险制度，打破预算软约束。韩国的经济改革使得韩国经济在保持平稳增长的前提下有效地抑制了通货膨胀，债券市场开启了长期的牛市。

中国台湾地区在上世纪80年代以前实行严格的金融管制，金融市场几乎完全由公营机构垄断。当局利用直接的金融管制，将有限的金融资源投入到重点产业，推动出口，带动整个经济发展。这种体制在台湾经济起飞阶段发挥了重要的作用。1980年前后，台湾岛内外的经济形势发生了巨大变化，经济面临转型。原有的金融管制体系的弊端逐渐显现：金融体系效率低下，金融资源错配，金融中介渠道不畅，地下金融活动猖獗。为适应经济发展的需要，台湾地区开始推进金融自由化改革。

台湾利率市场化改革从1975年开始进行，其中关键的两个时间点分别是1987年与1989年。1987年，货币当局将贷款利率幅度扩大至4%，中长期贷款幅度扩大至425%；1989年7月，彻底废除利率上下限规定。利率市场化也导致了银行存款的流失以及风险偏好的提升。台湾地区银行活期储蓄存款占比从1986年的30%快速下降到1990年的15%的低位后企稳，而台湾地区存款货币机构的不动产投资则从1987年开始大幅上升。

在这期间，台湾地区同样出现了贷款增速快速上升并暂时超过存款增速的现象，债券利率同样是在贷款增速超过存款增速时开始上升。1990年，贷款增速与存款增速趋同。同时，由于台湾地区经济面临较大的下行压力，货币当局开始实行宽松的货币政策，下调存款准备金率，债券利率开始下行。随着市场改革的有序推进，台湾同样在经济增长的同时有效控制了通货膨胀，债券市场开启了长达二十多年的牛市。

债市有望开启长期牛市

我国利率市场化改革在2012年后开始加速。2012年6月8日，中国人民银行将金融机构存款利率浮动区间的上限调整为基准利率的1.1倍；将金融机构贷款利率浮动区间的下限调整为基准利率的0.8倍。2012年7月6日，将贷款利率浮动区间的下限调整为基准利率的0.7倍。2013年7月20日，全面放开金融机构贷款利率管制。

利率市场化改革导致银行存款的大量流失和贷款的快速扩张，银行体系流动性错配及结构性错配现象加剧。银行行为对债券市场利率走势的影响加大。银行贷款增速于2012年超过存款增速，债券市场利率从2012年下半年开始出现中枢抬升。

短期内存款增速难以追上贷款增速，债券市场仍然存在调整压力。从长期来看，实体部门的改革如地方债改革、国企改革，有利于降低非市场化主体融资需求增速。货币宽松、控信用”的政策将会促使存款增速与贷款增速逐步趋同。在GDP增长中枢下移的大背景下，若改革能够成功推进，则金融资源错配的趋势将逐渐扭转，资源的利用效率将不断提高，通胀将长期维持在温和水平，债市可能将开启一个长期的牛市。

银行理财产品按基础资产投向进行分类，其数量中的约30%投向债券，30%投向利率（主要是同业存款），35%投向其他资产（主要是非标资产）。理财产品利率与短期债券利率走势具有很强的相关性，两者走势的差异主要源于非标资产。

非标资产大部分对接的是房地产、地方融资平台这两个融资主体。目前房地产企业的融资渠道正逐步放开，近日交易商协会已允许上市房地产企业在银行间市场发行中期票据。地方融资平台的融资功能也在逐渐剥离。8月31日预算是四审稿经过全国人大常委会审议通过，正式赋予地方政府发债权，这将有效规范地方政府融资行为，降低地方政府融资成本。同时127号文规定“金融机构开展买入返售（卖出回购）和同业投资业务，不得接受和提供任何直接或间接、显性或隐性的第三方金融机构信用担保”，非标资产的隐性担保被打破。随着这些政策的落实，非标资产低风险高收益的特征会逐渐弱化。预计短期内理财产品收益率将保持稳定，长期内随着债券利率的下行以及非标资产低风险高收益特征的弱化，理财产品收益率可能趋势向下。